全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





揭开全球对冲基金的神秘面纱
聆听国际顶尖高手的全面阐述

黄金屋

对冲基金顶尖交易者如何从全球市场获利

Inside the House of Money

Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

（美）史蒂文·卓布尼 著
(Steven Drobny)
马杰 石晓军 等译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



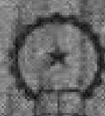
黄金屋

对冲基金顶尖交易者如何从全球市场获利

Inside the House of Money

Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

（美）史蒂文·卓布尼（Steven Drobny）著
马杰 石晓军 等译



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Steven Drobny. Inside the House of Money: Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets.

Copyright © 2006 by Steven Drobny.

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2008 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system,without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2007-0467

图书在版编目（CIP）数据

黄金屋：对冲基金顶尖交易者如何从全球市场获利 / （美）卓布尼（Drobny，S.）著；马杰，石晓军等译.—北京：机械工业出版社，2008.1

书名原文：Inside the House of Money: Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

ISBN 978-7-111-23196-7

Ⅰ.黄… Ⅱ.① 卓… ② 马… ③ 石… Ⅲ.基金–投资–基本知识 Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2008）第000336号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）

责任编辑：李欣玮 版式设计：刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2008年1月第1版第1次印刷

170mm × 242mm · 22.75印张

标准书号：ISBN 978-7-111-23196-7

定 价：48.00 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

本社购书热线：（010）68326294

投稿热线：（010）88379007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序言

Forward

在几年前由卓布尼全球顾问公司（Drobny Global Advisor）举办的一次高级对冲基金会议上，我第一次遇到了史蒂文·卓布尼。卓布尼全球顾问公司是一家独立的全球宏观研究与咨询公司，由卓布尼及其商业伙伴安德鲁斯·卓布尼博士（Dr. Andres Drobny，二人并无亲戚关系）共同管理。尽管对冲基金经理们通常不情愿讨论其市场观点和交易策略，但那次，几十个顶级经理共处一堂，积极陈述他们各自的偏好交易，对世界市场走势的争论也十分活跃。

我发现，让这些基金经理们汇聚一堂最有意义的地方，在于可多维度地揭示全球宏观投资的方方面面。全球宏观策略，是涵盖了许多子策略、投资风格和特性的总体策略。每个全球宏观对冲基金经理都以其独特的方式来捕捉交易机会，发挥他的特有优势，并且每个人都呈现了全球宏观投资的某一侧面。但是，这些人只有作为一个整体，才能完整地呈现全球宏观投资的全景。

这本书独一无二的地方，在于它深入浅出地引领读者进入基金投资的殿堂。由于本书是以访谈形式展开的，所以它抓住了开诚布公的争论的关键要素。此外，本书还囊括了全球对冲基金业顶级经理的各种各样的观点，所以争论视角也是多维度的。

读者将很快发现，任何两个基金经理都具有不完全相同的成长背景。有些人是受过典型良好教育的，而有些人却很早离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开了学校，有些人整个职业生涯都在为自己交易，而有些人则通过传统银行的等级阶梯一步一步向上爬；有些人乐于在主要的金融中心感受市场脉搏，而有些人则更愿意远离金融中心。

对于充满好奇心的投资者、交易员和资金管理者，这本书为读者提供了最优秀的基金经理怎样应对市场的内部视角，并为基金经理怎样才能提高操盘技巧提供了敏锐独到的见解。对于投资领域的任何人，本书都将有助于你对全球市场动态的深层理解。

对于非专业读者，本书也将提供难得的机会，使你大体了解相对有些封闭的对冲基金界，日常生活是如何充满了高度紧张与巨大风险的。与媒体通常过分渲染的那些充满魅力的基金经理的形象不同，这本书通过第一人称描述，展示了一个截然不同的职业基金经理人的世界，他们深思熟虑、谨慎细致而又聪明机智、富有创造力，只要任何地方存在机会，他们就会为投资者的财富增加而不断付出努力。

约瑟夫·尼古拉斯

对冲基金研究公司的创建人及董事长

芝加哥

2006年1月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言 Preface

现代生活中，对冲基金无处不在。对冲基金这个术语通常让人联想到那些在世界的任何市场上，利用一切可能的投资工具或技巧来捕捉机会以追逐超额收益的投机者形象。那些先前拥有数十亿美元的大型基金经理，比如乔治·索罗斯或朱利安·罗伯森，就是因为其卓越的投机技巧而举世瞩目的。然而，他们也曾被指责犯有攻击发达国家中央银行，以及引发第三世界国家的资本外逃等这样的现代恶行。

在经历了2000年股票市场的崩溃之后，对冲基金逐渐恢复了本色，而事实也表明它是一种出色的资产管理工具。当大多数全球投资者遭受着年复一年的亏损时，对冲基金却业绩良好，这激起了一股机构投资者纷纷建立对冲基金的浪潮。同时，鉴于对冲基金的高度灵活性与诱人回报的特点，大多数富有才华的金融专才都从伦敦金融城与纽约华尔街大规模地回流到了对冲基金界。

日渐趋于成熟的对冲基金，已不再仅仅是一项业务。资金内部的巨大流动，已经改变了10多年前那种放任自流的状况，这使得对冲基金成长为一个更加规范的行业。对冲基金经理的投资策略及范围时常会受到限制与约束，而投资者也不能再容忍几年甚至几个月的业绩下滑。高度竞争拉近了不同基金收益的差距，低收益将导致对收取基金管理费用的质疑。

尽管对冲基金业在不断地演变和变化，但是追求绝对收益的投资策略是始终不变的。投资于世界上任何可能赚钱的市场、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产类别及投资工具，以追逐尽可能高的收益，这就是全球宏观投资策略。

全球宏观投资，是资金管理中一个相对不知名并容易被误解的领域，但人们对它的兴趣却日渐增强。由于我的公司——卓布尼全球咨询公司(Drobny Global Advisors)，为全球宏观对冲基金提供市场策略方面的建议，并以大多数顶级基金为客户，故我经常被问到一个问题："什么是全球宏观投资策略?"经典定义是，全球宏观投资策略是一种自主决定的投资风格，为了从宏观经济走势中盈利（通常难以实现），对任何资产类别（股票、固定收益证券、货币和商品）、任何投资工具（现金与衍生品），以及世界上的任何资本市场，进行做多与做空的杠杆交易。

我觉得人们实际想知道的是，"我们怎样界定那些顶尖的全球宏观对冲基金的经理们实际所做的事情？"那是一个更难以回答的问题。全球宏观投资策略是对冲基金策略中最难定义的一个，原因很简单：没有精确的定义。如同对冲基金这个术语可以用来描述各种各样的投资风格一样，全球宏观投资策略也不只有一种含义。全球宏观投资策略没有托管范围限制，也不能简单地用数字或公式来描述；而且，其风格变换已经融入到投资策略中，操盘手经常需要依据市场形势在各种各样的投资规则中随机应变。即便是专业的对冲基金投资者，有时也难以说清全球宏观对冲基金经理们究竟在做什么？

为了帮助我的咨询者，我曾努力寻找相关主题的书籍及研究文献，但收获甚微。尽管在过去几年里对冲基金业务获得的资产与经验都取得了巨大的进步，可公众一谈起对冲基金，还是容易将之与全球宏观投资策略的前辈乔治·索罗斯挂起钩来——这实在令人惊讶。

让人不解的是全球宏观投资策略的文献奇缺的另一个原因是，事实上全球宏观变量会影响所有的投资策略。当某个共同基金增加它的现金头寸，某个捐助基金投资不动产，或者某个持有股票多头或空头的对冲基金改变为净做股票多头时，他们实际上都是在做隐含的全球宏观交易，即使他们自己并没有意识到。他们的投资决策将顺应世界经济、美元、全球股票市场、全球利率、全球增长、地缘政治问题、能源价格以及大量他们也许从未听说过的变量的变化而变化。鉴于此，对于那些投资范围广泛的投资者来说，对全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏观全景的深刻理解与把握是极其重要的。

本书将竭力填补相关文献在此领域的空白。由于当前极其缺乏关于全球宏观投资策略的有价值的信息，那么下一步理所当然的是直接与我所认识的、最聪明的全球宏观对冲基金经理们展开对话。受益于我的工作接触渠道之便，我可以动用大量资源来开展该工作。

与基金从业者进行探讨的最初计划，仅仅是为了揭示他们对全球宏观投资策略的理解，但是后来却发现实际收获要多得多。我了解到了该行业最机敏的人是怎样看待风险、投资组合的建构、历史、政治、中央银行、全球化、交易、竞争、投资者、雇用、对冲基金业的演变以及各种其他方面的细节的，结果，我的研究项目较原计划的牵涉面要更广泛、更深入。

在经历了一些浅层的讨论之后，我开始寻求与当今更广范围的全球顶级宏观对冲基金经理们进行对话。为了获取最广泛的意见，我采访了那些拥有不同产品的交易技能、不同文化背景，以及多种职责范围的经理们。我刻意选择那些专注于斟酌基本面从而有能力进行自主灵活选择的操盘手，而不是那些过于依赖技术程序模式或电脑驱动交易模型的经理。因为那些斟酌基本面而自主选择的经理们依靠他们自己的判断，能够超越其所利用的任何技术性分析的工具，那实在是难能可贵的。

结果发现，很难简单去界定这些顶级全球宏观对冲基金经理们实际上在做什么。取而代之的体会是，全球宏观投资策略是应对市场的处理方法，就像科学是探索未知事物的一种方法一样。在科学领域，处理一个问题，可能会存在许多不同的方法。有些可能会失败，但是几个极其迥异的解决途径也可能带来成功。市场操作的艺术或创造力，产生在发展与检验市场假设可行性的过程当中。

尽管全球宏观对冲基金往往独特怪异，但我发现所有全球宏观对冲基金经理们在钻研探究细节之前，都以一种普便的自上而下的方法来应对市场。正是在钻研探究的过程中，他们逐步将自己与他人区别开来，并表现出各自不同的专长。从某种意义上来说，全球宏观正在向全球微观演变，当今的基金经理们通过在不同的专长和市场上自由地发挥其微观技能，从而确立其投资优势与范围。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我还发现了这些经理们的其他相似点——他们都热爱所从事的工作，都极其努力地艰苦工作，而且都极其聪明机敏。然而，尽管富于机智并拥有主见，但是在遇到市场或同事的挑战时，他们似乎都能开放思想、灵活变通。这种承认自身可能犯错的灵活性和主动性，显示了对冲基金经理们在限制不利风险损失以及阻断收益分布曲线左端（损失）方面是多么的优秀。当他们做交易时，不管经理们的特定风格是什么，所有全球宏观对冲基金经理们的目标都是为他们的投资者及其自身创造超额的经过风险调整的绝对收益。

直到最后，本书也没有直接回答这个问题——什么是全球宏观策略？然而，本书提供了一些当今最优秀和最聪明的基金从业者看待其操盘技能的内部视角。希望本书有助于揭开“当今全球宏观对冲基金经理们事实上做些什么”的神秘面纱，同时有助于揭示“为什么在这方面做得真正优秀的专才是如此凤毛麟角”。如果读者从阅读这些访谈中所学到的，与我在做访谈时学到的一样多，那么我会认为该项研究是成功的。

我以对冲基金研究公司创建人和董事长约瑟夫·尼古拉斯的言辞开启本书，他给我们提供了关于全球宏观策略的专业投资者的视角。尼古拉斯自从20世纪80年代就一直从事全球宏观对冲基金投资，现在他通过HFR资产管理公司管理着超过40亿美元的对冲基金资产。1992年，他创立了行业领先的对冲基金数据公司——对冲基金研究公司（HFR），而且自那时起，他还撰写了几本关于对冲基金以及对冲基金投资的著作。

接下来，我简单地突出概述了有关全球宏观对冲基金的一些关键性历史事件，并以此作为背景和视角，为后文阅读和理解访谈内容提供帮助。我尽可能展示了全球宏观对冲基金的演变全过程，从它的起源人约翰·梅纳德·凯恩斯到乔治·索罗斯，然后再到因竞争加剧和专业化深入，将当今全球宏观经理们引向了全球微观的未来领域。

最后，我们通过与13位顶级全球宏观基金从业者的访谈，对“对冲基金操盘的内幕”进行揭秘。他们每个人都提供了关于全球市场的独特视角与体会。这些访谈，采访于2004年10月到2005年7月期间的世界各地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

Contents

序　言　约瑟夫·尼古拉斯

前　言

第 1 章　全球宏观对冲基金简介 ……1
约瑟夫·尼古拉斯，对冲基金研究公司创建人及董事长

第 2 章　全球宏观对冲基金的历史 ……4

第 3 章　全球宏观对冲基金的未来 ……29

第 4 章　家族账户管理员 ……33
吉姆·莱特勒，猎鹰管理公司

第 5 章　自营买卖交易员 ……71
克里司汀·席华耶，前高盛公司自营交易部负责人，现SemperMacro公司

第 6 章　研究员 ……103
安德列斯·卓布尼博士，卓布尼全球咨询顾问公司

第 7 章　财务主管 ……134
约翰·波特博士，巴克莱资本银行

第 8 章　中央银行官员 ……161
苏希尔·瓦德瓦尼博士，英格兰银行，瓦德瓦尼资产管理公司

第 9 章　网络人 ……179
彼得·席尔，PayPal公司前CEO及联合创建人，Clarium资本公司

第10章　场内交易员 ……197
哈里斯，芝加哥商品交易所，Praxis贸易公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章 先锋 ……215
吉姆·罗杰斯，量子基金创始人之一

第12章 商品交易专家 ……237
德怀特·安德森，Ospraie管理公司

第13章 股票操盘手 ……265
斯考特·拜森特，拜森特资本管理公司

第14章 新兴市场专家 ……286
马尔科·德米特里耶维奇，Everest 资本公司

第15章 固定收益证券的专家 ……304
大卫·戈顿与罗布·斯坦丁，伦敦分散化基金管理公司

第16章 货币专家 ……320
匿名者，货币基金经理

结束语 ……336

附录A 为什么全球宏观投资策略是未来的主流发展方向 ……337
李·托马斯博士

附录B 寄语投资者：一个关于全球宏观策略的注解 ……344

参考文献 ……347

译者后记 ……351

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

全球宏观对冲基金简介

约瑟夫·尼古拉斯
对冲基金研究公司创建人及董事长

全球宏观策略的投资方法，主要是通过对股票、货币、利率以及商品市场的价格波动进行杠杆押注，来尝试获得尽可能高的正投资收益。这个术语中的“宏观”一词，来源于基金经理试图利用宏观经济的基本原理来识别金融资产价格的失衡错配现象，而“全球”则是指可以在全世界的范围内寻找发现这种价格错配的现象。

全球宏观对冲基金的策略拥有所有对冲基金策略中最广阔的操作空间，其投资风格灵活多变又不拘一格。因此，宏观基金经理们可以在任何市场或投资工具上持有仓位。经理们通常期望持有“有限负向风险和潜在高收益”相匹配的市场头寸，这样他们既可以选择一种高度集中的风险承受型的投资策略，也可以选择资产组合分散化的资金投资方式。

全球宏观对冲基金交易可被分为两大类，直接的定向型交易和相对价值型交易。定向型交易指经理们对一种资产的离散价格的波动情况下注，比如做多美元指数或做空日本债券；而相对价值型交易指通过同时持有一对两类类似资产的多头和空头，以期利用一种已被发现的相对价格错位来盈利，比如在持有新兴欧洲股票多头的同时做空美国股票，或者在做多29年期德国债券的同时做空30年期德国债券。此外，从发现有利可图的交易来说，全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球宏观对冲基金可被分为自主发挥型和系统型。自主发挥型的市场交易，经理们主要依据自身的主观感受对市场形势进行定性分析来投资下注；而系统型的交易，经理们则采用一种基于规则的量化分析方法。基金经理的主要任务，就是通过正确地预见价格趋势以及捕捉差价波动来获取投资收益。

总的来说，全球宏观投资策略的交易者通常都在寻找那些罕见的、可被称作"远离均衡"状态的价格波动。如果价格波动符合"钟形曲线"的分布，那么只有当价格波动超过平均值一个标准差以上时，交易者才可以认为市场中出现了投资机会。通常在市场参与者的感觉与实际的基本经济状况存在较大偏差时，这种情况才会发生，此时会产生持续的价格趋势或是价差波动。通过正确地识别在何时、何地市场将偏离其均衡状态最远，全球宏观投资策略的交易者就可以投资于价格偏差的市场，直到失衡现象得到纠正时再退出市场，从而获取超额风险的溢价回报。通俗地说，时机选择对全球宏观投资策略的交易者意味着一切。因为交易者通过采用财务杠杆，其可能存在的收益与损失都被显著地放大了，所以他们通常被媒体描绘成"纯粹的投机者"。

许多全球宏观投资策略的交易者都认为，全球宏观经济的问题和变量将影响所有的投资策略。从那种意义上来说，全球宏观策略的基金经理能够利用他们宽广的操作空间和投资风格作为优势，灵活地从一个市场移向另一个市场，从一个机会转移到另一个机会，并利用其投资者的委托资产来产生尽可能高的收益。不少全球宏观经理们认为，利润能够而且应该来源于许多看上去似乎不相关的投资策略，比如持有股票的多头或空头，投资于价值已被低估的证券和其他各种形式的套利市场。全球宏观策略的交易者认为，某些投资风格在一定的宏观环境下有利可图，而在其他宏观环境下则不能获利。当许多专家的策略因巨额资产受到了严格限制，而出现流动性不足的时候，全球宏观经理们却可以因为有宽泛的授权，以及利用这些偶然出现的机会将资金源源不断地投向各种不同的投资策略中，从而获取巨额的投资回报。著名的全球宏观对冲基金经理人乔治·索罗斯曾经说过："我不会以一套特定的规则来玩游戏，我会努力去寻找游戏中规则的变化。"

总　结

全球宏观投资策略的交易者的投资范围，并不限定于特定的市场或产品，而且其投资风格并不自我设限，更不受其他对冲基金投资策略的条条框框的束

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缚。这使得风险资产可在全球范围内被有效地分配于各个投资机会，使得投资人必须充分而全面地权衡投资决策的风险与报酬。尽管在采用某种更集中的投资形式时，基金经理管理的资产规模过大可能会产生问题。但是鉴于宏观对冲基金操作的灵活性及投资市场的深度性和流动性，这个问题对于全球宏观对冲基金来说，并不构成一个特定的障碍。由于全球宏观投资策略的交易者采用财务杠杆的定向型下注操作，这可能会导致其收益或损失的大起大落，因而他们时常被称作“冒险的投机者”。然而事实表明，作为一个整体，总的来看，全球宏观对冲基金经理已经从市场中获得了风险调整后的丰厚收益。

数据显示，从1990年1月到2005年12月，全球宏观对冲基金已经创造了平均15.62%的年收益率，收益的年度标准差为8.25%。与同时期的标准普尔500指数相比，全球宏观对冲基金的平均收益超过投资标准普尔500指数收益500多个基点，而波动性却少了600多个基点。此外，全球宏观对冲基金的收益，还与整个股票市场的表现呈现出低相关性。自从1990年以来，16年中有15年全球宏观对冲基金产生了正收益，仅仅在1994年亏损了4.31%（参见图1-1）。

对冲基金研究公司（HFRI）宏观指数
（增长基数为1 000美元）

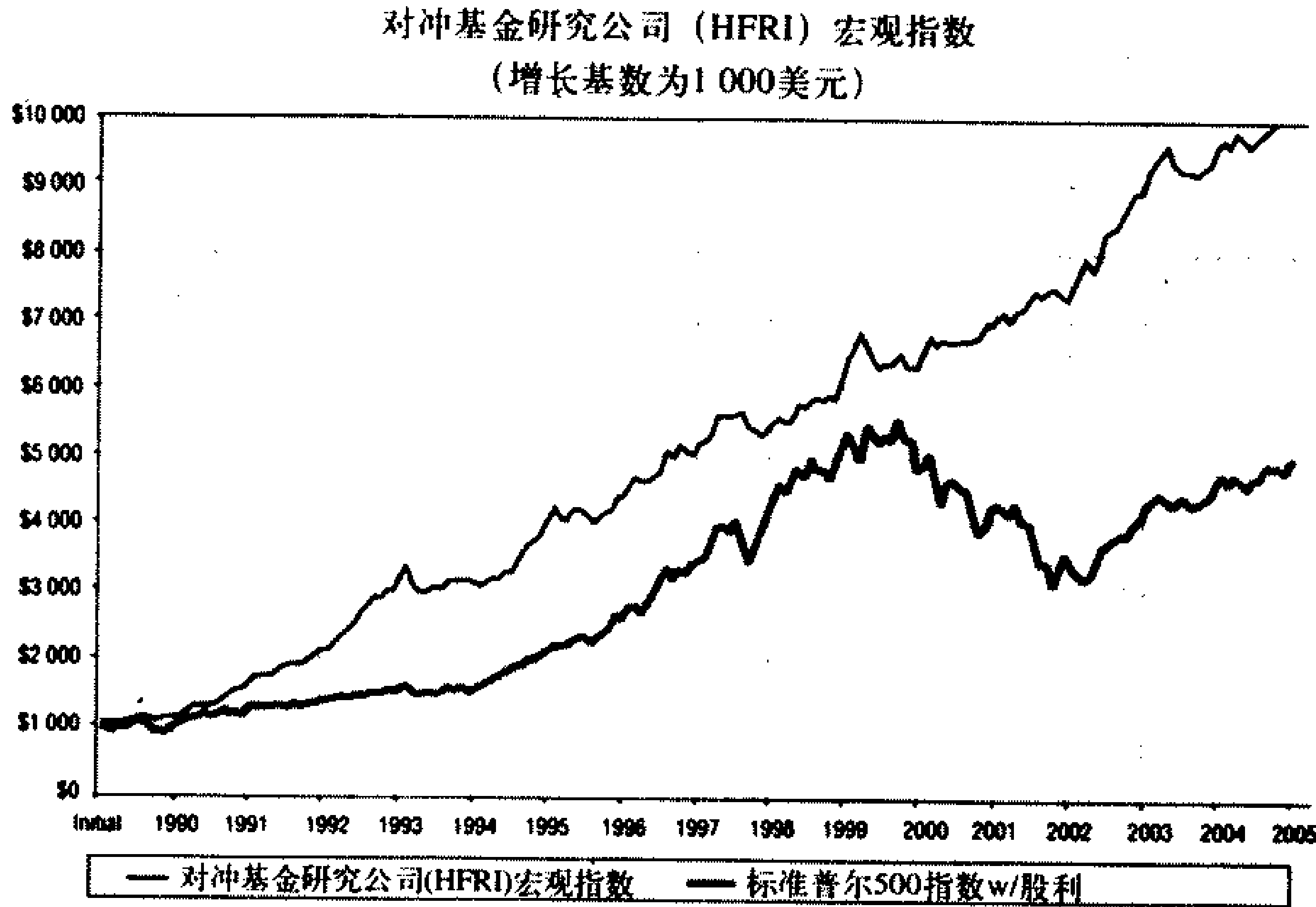


图1-1 对冲基金研究公司（HFRI）宏观指数与标准普尔500指数的比较

资料来源：HFR.

考虑到其相关性、波动性和投资回报的卓越表现，全球宏观对冲基金策略应该是任何投资组合策略的有益补充。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

全球宏观对冲基金的历史

一个世纪以前，约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）开辟了通向当今全球宏观基金投资风格的道路。作为一个经济学家，凯恩斯博学多才。不仅因为他是现代宏观经济理论之父，而且还因为他为世界的管理者荐言献策，并积极参与布卢姆斯伯里（Bloomsbury）文化圈，以及帮助设计了现代全球宏观经济基础设施的基础架构——建立世界银行和世界货币基金组织。同时，凯恩斯还是个成功的投资家，他以自己掌握的宏观经济原理为工具，在世界市场为自己汲取了大量利润。有人甚至认为，凯恩斯是现代全球宏观对冲基金经理的第一人。

引用凯恩斯传记的作者罗伯特·斯基德尔斯基（Robert Skidelsky）的话，“他（凯恩斯）是个经济学家，也是个投资家。同时是艺术的赞助者以及芭蕾舞的爱好者，还是个投机者。他又是首相的至交好友，是个公务员。因此他过着十分充实的一生。”

凯恩斯用个人账户进行投机，并受各种投资和保险信托基金的委托进行投资，甚至负责管理一个大学捐助基金，而每个基金都有着不同的目标、时间期限和授权范围。在他去世时，他留下巨额的个人财富遗产，而这主要是他在金融市场上进行投资交易的操作成果。

凯恩斯的个人投资才能，在剑桥国王学院的捐助基金——切斯特基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（The College Chest）的运营收益上可见一斑，凯恩斯担任该捐助基金的首席财务官并拥有完全的投资决策权。公开的记录显示，从1928年到1945年之间，该项捐助基金获得了平均每年13.2%的收益率，而同时期内英国股票指数平均每年却损失0.5%的收益率（见图2-1）。如果再考虑到该期间发生的1929年股票市场崩溃、经济大萧条以及第二次世界大战，不得不说这是非常令人难以置信的辉煌业绩。

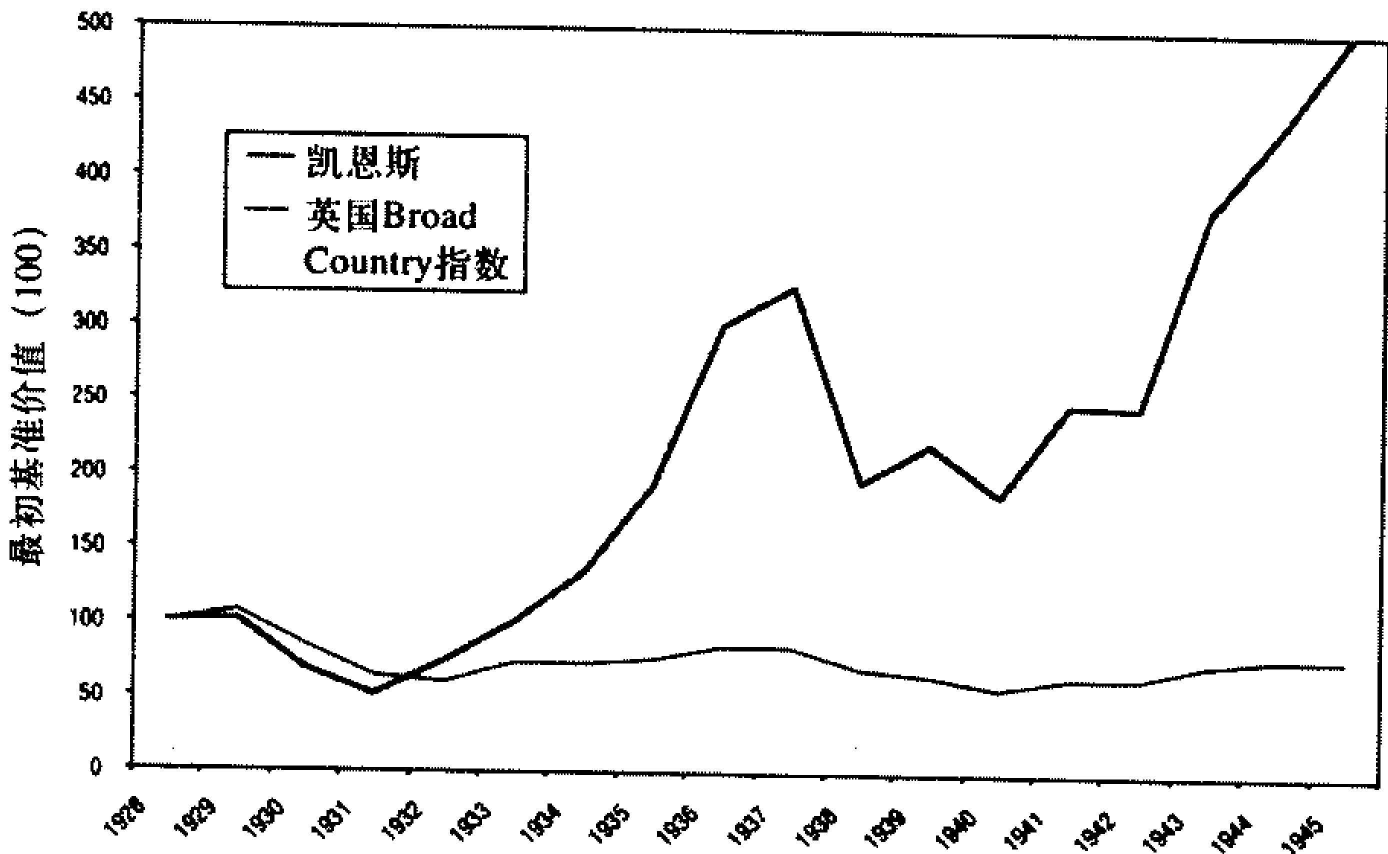


图2-1 剑桥国王学院切斯特基金和英国综合股票指数

资料来源：Motley Fool.

但是与所有其他的投资者一样，凯恩斯刚开始也不得不遭遇挫折并从中吸取了许多教训。尽管凯恩斯智力非凡，对全球市场了如指掌，但是他一开始还是不太适应市场的暴风疾雨。20世纪早期，凯恩斯在投资商品市场前，已经成功地利用全球货币的差价进行了投机。然而在1929年的商品市场衰退期间，因凯恩斯被要求追加保证金而使个人账户遭到了彻底清洗。经历了1929年的挫折之后，凯恩斯转向投资于全球股票市场进而取得了巨大成功，但是同时他还继续在债券市场和商品市场上进行投机。

斯基德尔斯基补充说：“他的投资哲学……随着他的经济理论的演变而改变。他从自己的投资经历中领悟了许多理论，反过来再用理论来修正自己的投资实践活动。”

凯恩斯对浮动汇率的厌恶（具有讽刺意味的是，浮动汇率恰恰是凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最初利用的投机工具），最终促使他投身于1945年布雷顿森林体系全球固定汇率制度的建立工作。布雷顿森林体系为第二次世界大战后的经济复苏和随后冷战期间的和平与相对稳定性奠定了坚实基础，并导致了发达国家股票市场从1945年到20世纪70年代初的持续繁荣景象。在这期间，全球市场上没有比购买和持有股票更佳的投资机会了。直到1971年布雷顿森林体系的解体以及随后美元的贬值，资本市场才再次提供了孕育新一代全球宏观对冲基金经理出现的投资机遇。

政治家和投机者

政治家试图把自己的政策失误归罪于投机者的例子，在现代历史中不计其数，布雷顿森林体系的解体也不例外。当这一货币体系解体后，尼克松总统试图把这归罪于“对美元发动的全面战争”的投机者。事实上，他的通货膨胀政策被更多地认为是问题的真正隐患，而市场投机者仅仅是该问题的表象症状。

就像安德鲁斯·卓布尼（卓布尼全球顾问公司）在他的访问中所描述一样：

投机者不可能驱动市场，这一点毫无疑问。经济学中关于投机者是市场偏离的“缓冲器”还是“放大器”的争论，是一个没有确定答案的老话题。永远的乐观主义者，米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）认为如果人们发现了异常现象，人们就会追逐，从而限制异常现象走得更远。我认为在不同的时刻，两者都可能是对的。有时候，投机者会增加市场的波动性，而有时候他们却能减弱市场的波动。最重要的一点是，投机者不会改变市场的总体趋势。与投机相比，政治决策中的内在压力才会真正地驱动市场变化。

新一代的全球宏观投资经理

布雷顿森林的固定汇率体系的解体重新激活了世界金融市场，使得新一代的全球宏观经理在市场动荡中脱颖而出。伴随着汇率的自由浮动，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资组合决策增添了一个重要的新视角。在汇率波动性被引入到市场的同时，新的可交易产品也在蓬勃快速地发展。在布雷顿森林体系解体之前，绝大多数活跃的交易都是投资于流动性的证券和实物商品市场。因此，在此背景下产生了全球宏观对冲基金经理的两大不同流派，并形成了分庭抗礼的局面。

股票流派

全球宏观对冲基金经理的其中一大流派，是从国际股票交易和投资中产生的。

直到1971年，当时的对冲基金主要投资于股票市场，而对冲基金业在1949年阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯（Alfred Winslow Jones）创立第一个对冲基金后就已成型了。琼斯所设基金的原创模式与现在的绝大多数对冲基金大体一样。它通常离岸设立，很大程度上是着眼于规避监管，投资者不超过100人，并且相当一部分资金都来自基金经理自己的腰包，且对投资者收取20%的业绩提成费用。（据说，如今收取20%业绩费用的惯例是由琼斯根据另一类交易的例子建立的。在那类交易中，交易商设计了一种利润分享的制度安排，对承担风险者提供合适的激励。15世纪的威尼斯海运商人可从他们的委托商那里获取20%的利润，作为他们成功地完成航运任务的回报。）

A. W. 琼斯公司交易策略的出发点，就是减轻全球宏观因素对股票挑选造成的影响。琼斯管理着一个由多头和空头等权构造的对冲账户，以努力消除更广义市场的波动影响（比如股票市场的贝塔）。然而，一旦货币的汇率变得自由波动，那么对于国际股票来说，就增添了一个新的不确定的风险因素。尽管采用琼斯模型的经理们在全球宏观引致的波动中，试图尽可能保持风险的中性，但是国际股票领域中新出现的全球宏观经理却在追求利用这些新的市场机遇。外汇交易风险被当成一个全新的可交易的资产类别，尤其是在投资于外国股票的交易中，外汇风险已经成为影响业绩表现的一个重要因素。

属于这种流派的宏观基金经理们，例如，乔治·索罗斯（Geoge Soros）、吉姆·罗杰斯（Jim Rogers）、迈克尔·施泰因哈特（Michael Steinhards）和朱利安·罗伯森（Julian Roberston，老虎基金管理者），都非常乐意使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇率波动作为一个可创造财富的机会集。他们早先都是全球多头和空头股票投资中的成功者，因此他们在全球市场操盘的成功经验使得他们在布雷顿森林体系解体之后，可以灵活而迅速地转向货币和外国债券的投资交易。在这种新投资范式的初始阶段，宏观经理们很少能感受到竞争的压力。然而，随着时间的流逝，当他们诱人的利润吸引着更大规模的资金涌入时，这些基金也逐渐被迫而不断地进行更深、更具流动性的市场交易，并超越了他们进行股票挑选的核心能力。与此同时，由于更多的其他基金也跟进采用了同类投资策略，竞争也更激烈了。

商品流派

全球宏观对冲基金经理的另一流派，是从实物商品和期货交易世界中发展起来的，集中在芝加哥的交易所。尽管两大流派发展于同一期间，但是商品流派是独立于股票流派而发展起来的。

然而，在商品交易中诞生的鼎鼎大名的全球宏观交易员，并不是从芝加哥中心造就出来的，而是从位于新泽西州的最有远见的商品和期货交易公司——普林斯顿商品公司（Commodities Corporation of Princeton）中学习交易技能而练就出来的。

商品公司(CC)的创建人，海默·威玛(Helmut Weymar)，被许多人称作全球宏观商品流派的开山鼻祖。威玛是麻省理工学院毕业的博士，纳贝斯克(Nabisco)公司的明星级可可粉交易员。威玛联手他的良师益友——传奇性的交易员阿莫斯·贺斯泰德(Amos Hostetter)、小麦交易员弗兰克·万纳森(Frank Vannerson）和他以前的老师诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森。为了给交易员提供一个专注于应对市场风险而不必为行政管理及其他分散注意力的事务所困扰的理想环境，他们一起创立了商品公司。商品公司的管理层对风险承担有着深刻的理解，并且为交易员提供了一个令人难以置信的开放式构架，这个构架下交易者能够茁壮成长。商品公司为许多后来成为有史以来最著名的全球宏观经理们提供了第一桶金，举些例子来说，这些人包括卡克斯顿（Caxton）的布鲁斯·科夫纳（Bruce Kovner)、都德投资公司（Tudor investment coporation）的保罗·都德·琼斯、摩尔资本公司的路易斯·培根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(Louis Bacon)、迈克尔·马可斯（Michael Macus），格伦维尔·克雷格(Grenville Craig)、埃德·赛科塔（Ed Seykota)、格伦·奥林克（Glen Olink)、莫里·马克维茨（Morry Markowitz）以及布莱尼姆资本公司（Blenheim Capital）的威廉·柯依克（Willem Kooyker)。

商品公司设立的最初目的，是要尽可能地利用那些可交易的实物商品的优势，这是因为那时交易员的视野与眼界是如此狭窄，每个交易员往往只关注其中的某一类商品市场。但是，随着20世纪70年代和80年代世界贸易的开放，全球宏观经济因素开始对商品市场的价格波动起到更大和更重要的影响作用。习惯了时而出现的极端波动情形、掌握了影响特定市场的宏观经济影响因素，商品公司可以轻易地把业务拓展到货币交易和金融期货交易领域。对于商品公司的交易员来说，只要存在价格的波动性，他们对标的资产本身就毫不在乎。

商品公司的交易员涉及所有的产品交易，因此他们被称为“通才”。商品公司的创建人贺斯泰德，自从20世纪30年代以来就一直进行股票、债券和商品交易。商品公司出现的第一个成功的“通才”是胶合板和棉花交易员迈克尔·马可斯和他的年轻助手布鲁斯·科夫纳。尤其是科夫纳将商品公司的交易风格推到一个更像全球宏观策略交易的风格，而这意味着要在任何时间和任何地点进行所有产品的交易。他同时也开创了商品公司的另外一种趋势，那就是离开公司去创立自己的基金。以商品公司的基础和初始资金起家，科夫纳的基金（Caxton)，对管理的资产而言，现在已经成为了世界上最大的对冲基金管理集团之一。类似的，商品公司的其他几个人现在也在管理着当今一些最大的对冲基金群。许多人把他们的成功，归因于在商品公司所学习与吸取的有关风险管理、杠杆和交易的经验教训。作为一种成功的证据，在演变成更像是一种复合对冲基金的投资工具之后，1997年商品公司被高盛集团所收购，但是许多资金还是仍然会被分配到属于商品公司原先交易的业务中去。

全球宏观对冲基金市场的大事回顾

为了实现本书的目的，我们可利用全球宏观对冲基金先驱们（比如索罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯、罗伯森以及都德·琼斯）的经历，来讨论过去几十年发生在全球宏观对冲基金领域的重大事件，之所以以他们为例是因为直到2000年为止，全球宏观对冲基金市场实际上还是被这些经理们所统治。

我们对全球宏观对冲基金历史中发生的重大事件感兴趣，不是全球宏观对冲基金业发生了什么，而是通过思考这些事件我们可吸取经验教训，并以此来教育当今的全球宏观对冲基金经理们。

当前的对冲基金经理们，其中有些也是第一代全球宏观对冲基金经理们的一员，他们在随后发生的危机和事件中进一步更新换代，并奠定着自己现在的地位。就像凯恩斯从1929年的事件中领悟了利用杠杆进行交易的积极与消极效应，并把它融会贯通到随后的交易风格中，最后转变成未来的成功。当今的基金经理们也经历了1987年股票市场崩溃、1992年英镑危机、1994年债券市场溃败、1997年亚洲金融危机、1998年俄罗斯危机和长期资本管理公司危机、以及2000年的网络泡沫（参见图2-2）。因此，当今这些经理们应对市场、控制风险以及管理基金业务的方式，也就包含了他们在这些重大事件中所吸取的经验教训。

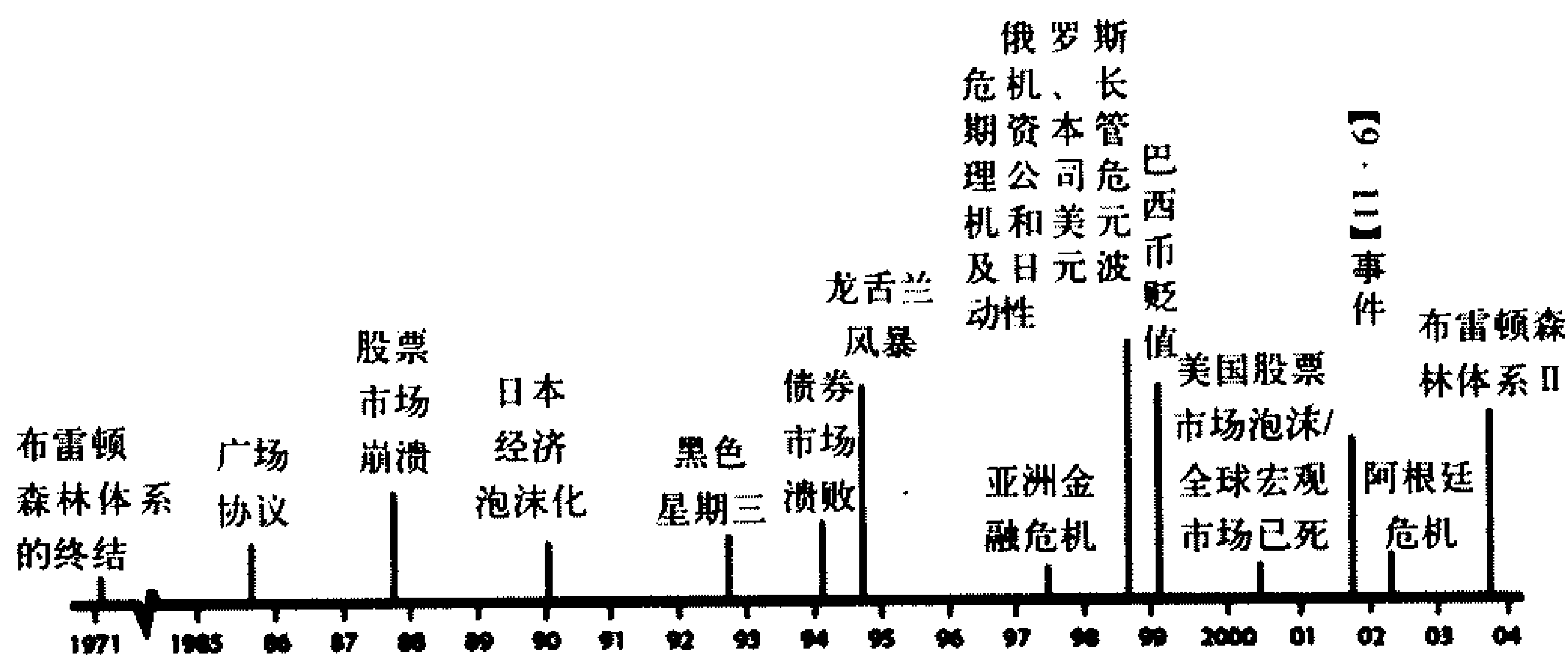


图2-2 自从1971年以来重大的全球宏观事件

资料来源：DGA.

1987年股市崩溃

尽管1987年股票市场风暴在今天看来仅仅只是股市历史长河中的一个落差点（参见图2-3），因为各项指标都在两年以后得到全面恢复。但是，黑色

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星期一所带来的紧张与惶恐，给经历过这一事件的交易者仍然留下了难以磨灭的印象。而其中最明显的教训是，整个投资界以高昂的学费与代价领会了“什么是流动性风险和厚尾”的概念。就在那天，因为筹措不到追加保证金，许多基金的全部投资组合和资金管理交易活动都几乎被完全摧毁了，甚至所谓的“投资组合保险”的规避都失灵了，因为期货和期权市场也经受不住现金市场的冲击而混乱成一片。

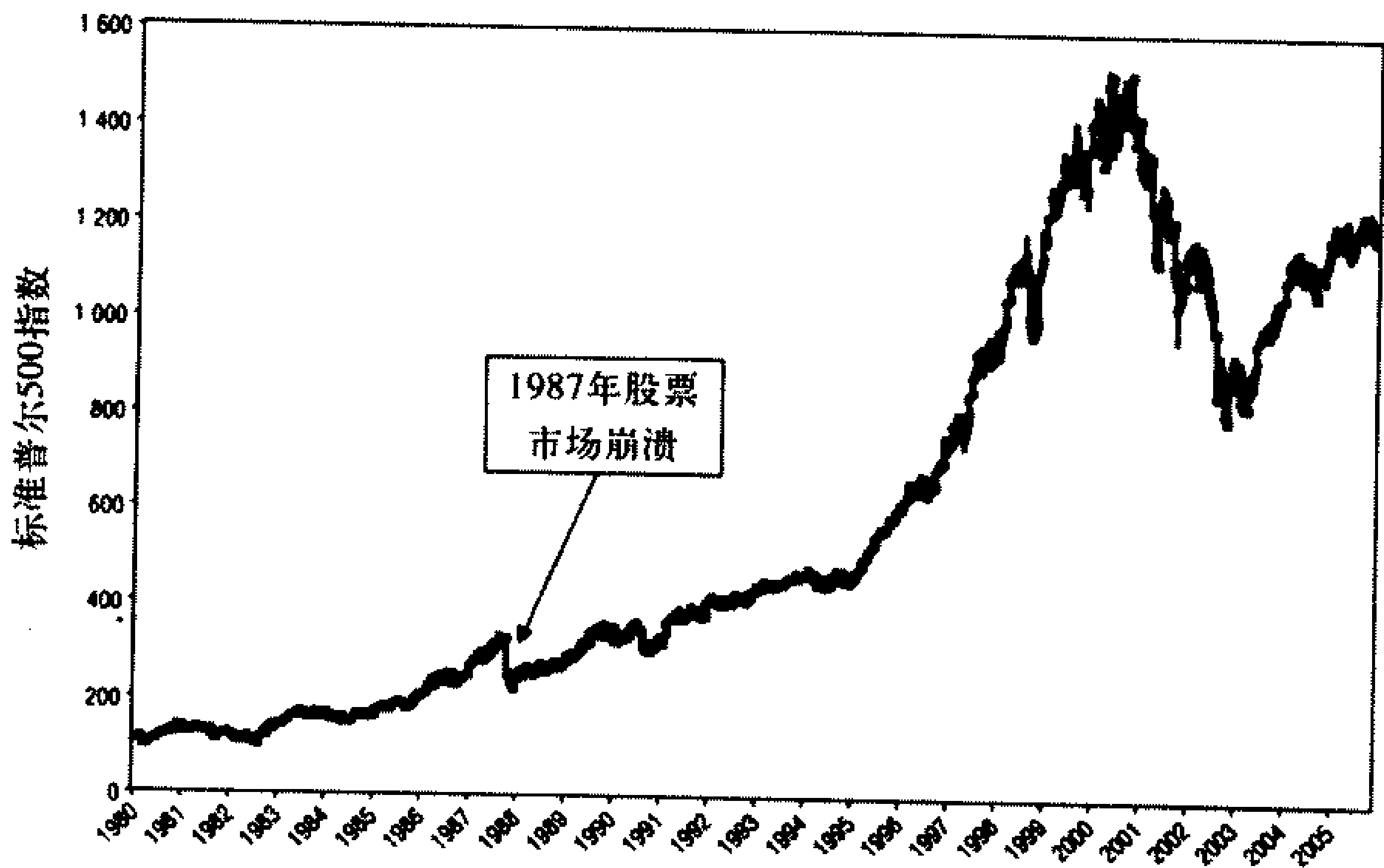


图2-3 标准普尔500指数，1980～2005

资料来源：Bloomberg.

厚尾现象

“厚尾现象”是正态分布中的异常现象，指观测到的结果对正态分布理论分布的实际偏差。换句话说，极端事件发生的频率比从理论预测的频率更频繁。因为市场由人类的行为所主宰，而对各种数据和指标的过于迟钝或过分的反应，以及其他市场参与者的羊群跟风本能，有时会把价格推向极端，这就解释了这类极端事件的合理存在但现实中又并不常常发生的原因。

阿热·哈里斯（Yra Harris）——实践交易公司（Praxis Trading）的负责人在本书后面的采访中，解释了他那天在芝加哥商品交易所交易大厅所看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的一切：

> 那是阴森可怕的。因为你根本不知道事情未来进展的严重程度。每个人都明显地受到打击，但是你并不知道伤害有多严重。我在货币贬值和市场崩溃的时候都在继续交易，但是从没有看到过别人像我那样，那天能通过票据交换赢得那么多收益。那个陷阱实际上是虚的，事实上交易标准普尔指数后来反而成了一个很好的投资机会。由于其他人都不愿意做，于是我介入了标准普尔的交易，并开始做市。利润差价达到了让人难以置信的丰厚程度，仅仅挠头就可以轻松地赚到钱。坦率地说，我都有些不忍心这样。

属于股票流派的全球宏观对冲基金经理们，包括乔治·索罗斯，在1987年的股票市场崩溃中也遭受了打击。就在十月风暴发生之前，《财富》杂志刊载了封面故事报道，在题为《股票价格是不是太高？》的文章中，索罗斯对此持有否定意见。然而几天以后，随着股市的真正崩溃，索罗斯损失了3亿美元（然而索罗斯基金管理公司该年还是获取了高达14%的收益）。与此同时，老虎基金也经历了第一个亏损年（−1.4%），而这发生在《机构投资者》㊀的那篇文章发表仅仅一年之后，与此相对照的是，老虎基金自从1980年建立以来，平均获得了43%的年均收益，这引发了对冲基金的下一波浪潮。

而对于商品市场派的全球宏观对冲基金经理们，却在1987年大发横财。最有名的是保罗·都德·琼斯因成功地鉴定识别了1987年股市风暴与1929年大崩溃的技术交易形式之间的类似之处（参见图2-4），从而成功地捕捉到股票市场的空头和债券市场的多头，并一举奠定了自己在金融界的明星地位。琼斯的都德投资公司在1987年10月就赢利62%，全年收益200%。

而1987年，同样是标志着美国联邦储备委员会主席阿兰·格林斯潘（Alan Greenspan）粉墨登场的一年。格林斯潘1987年8月上任，新官上任三把火的第一把火是几个星期后把贴息率上升50个基点。这个出乎意料的紧缩政策引起交易者纷纷做出调整以适应这位新主席的风格，而这却引起市场

㊀ 指朱莉·罗拉发表的“朱利安·罗伯森的火热世界”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的波动性和不确定性。一些人甚至认为格林斯潘的加息政策，实际是一个半月以后导致股票市场大崩盘的罪魁祸首。就在股市风暴之后，格林斯潘阻止了市场的流动性，开创了一种为人熟知的“格林斯潘买权”的市场干预方法。格林斯潘买权，是指联邦储备局为防止股票市场大幅持续下跌而可能随时采取的援助投资者的措施，这相当于给市场提供了一个的隐含期权。

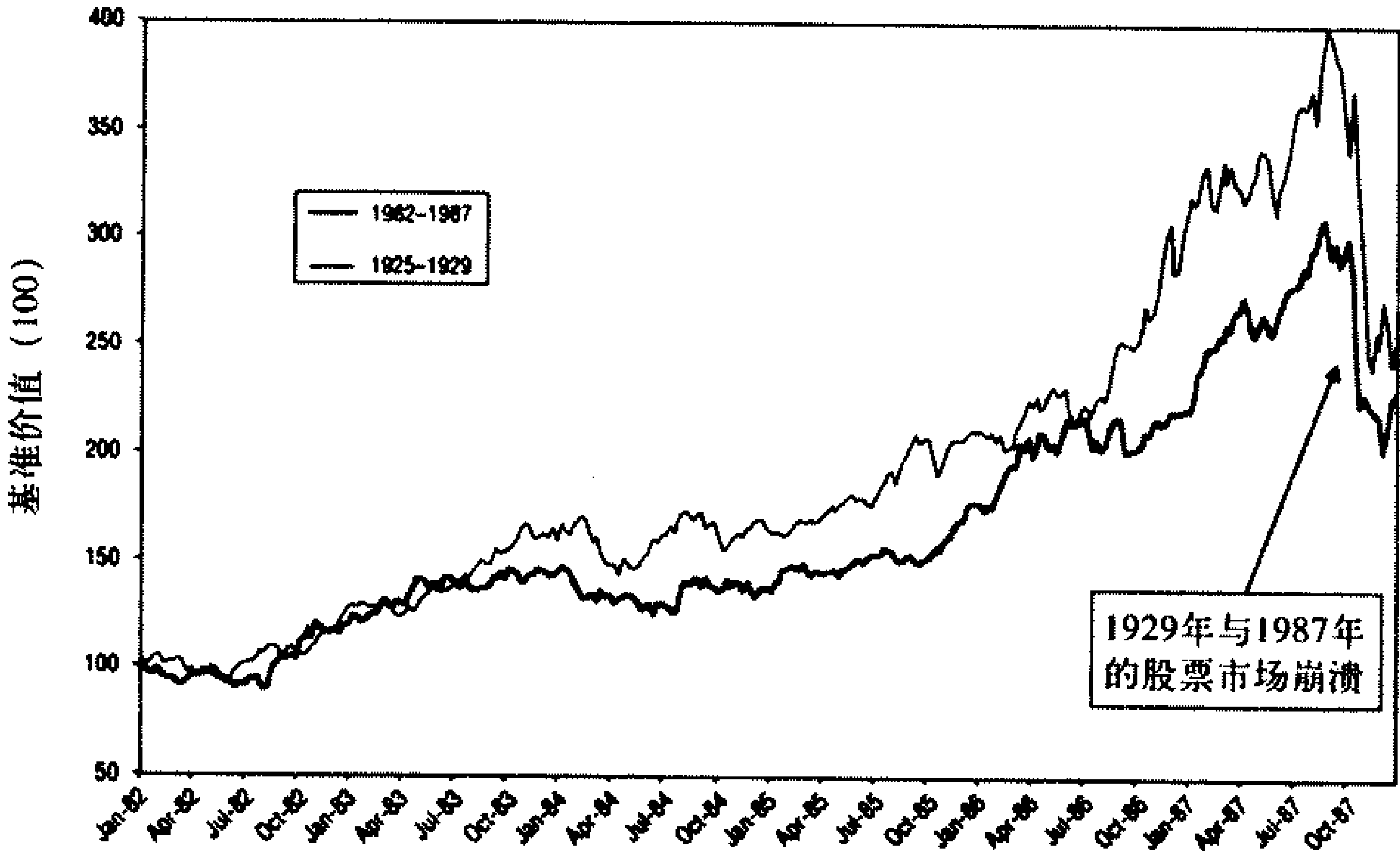


图2-4 道琼斯平均工业指数：20世纪20年代后期和20世纪80年代后期

资料来源：Bloomberg.

美国联邦储备委员会以前的主席威廉·迈克切斯内·马丁（William McChesney）留下过一句名言，他认为中央银行的工作性质就是，“在宴会刚一开始时，就把酒杯取走。”格林斯潘恰恰相反，似乎认为只有当宴会的嘉宾跌跌撞撞回家时他才有必要干预。按照格林斯潘的说法，泡沫只有在事后才能被发现，因此中央银行的工作是尽量削弱泡沫破裂时的不利冲击，而不是在事前人为地去压制市场自身的繁荣。

1992年的黑色星期三

全球宏观这个术语首次进入公众的视野是在黑色星期三——1992年9月16日，黑色星期三——也就是“英镑危机”发生日。那天，英国政府被迫从欧洲货币汇率机制（ERM）中撤出，英镑进入自由贬值期，而这距离英国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加入欧洲汇率机制仅两年。主流媒体把英镑脱离欧洲汇率机制，归罪于全球宏观基金经理索罗斯。时任索罗斯基金管理公司伦敦办事处负责人的斯科特·拜森特提到："很有意思的是，在这之前没有人听说过索罗斯。我记得黑色星期三发生的第二天，我和他（索罗斯）在他伦敦的家里打网球。大批狗仔队和摄像人员等候在外，索罗斯仿佛一下子成为了摇滚明星。"

欧洲汇率机制建立于1979年，目标是降低欧洲汇率的波动性和实现货币的稳定性，并为建立经济和货币联盟以及最终建立单一货币——欧元做准备。欧元最终于1999年成功建立。政治家们驱动着该进程的发展，试图在政治上把德国与其他欧洲国家联系在一起共命运，同时在经济上其他欧洲国家依靠德意志银行成功的低利率、低通货膨胀政策以实现共同稳定。

英国拖延到1990年才加入欧洲汇率机制，汇率中间价起初锁定为2.95德国马克兑1英镑，市场广泛认为英镑被高估。为了遵守欧洲汇率机制的规则，英国政府有义务保持英镑在中间汇率价6%的上下幅度内波动。人们认为英国货币过于坚挺，可能会导致不久以后英国经济的衰退。而同时，因为东、西德的统一，德国遭受通货膨胀效应，这将迫使德国采取高利率政策。尽管处于衰退期，英国政府为了和德国政府保持一致，被迫人为地提高利率，以维持欧洲货币体系的运行。1992年9月，当英镑/马克的汇率接近波动幅度的下限时，交易商不断出售英镑换取马克；而为了遵守欧洲汇率机制的规则，英格兰银行不得不入市干预，无限制地购买英镑。但是对英镑进一步贬值的恐惧促使英国公司也通过出售英镑来规避货币敞口风险，而这使欧洲汇率机制体系的压力倍增。

为了抑制投机活动，英国财政大臣诺曼·拉蒙特（Norman Lamount）把英镑利率从10%提高到12%，以使得持有英镑的收益更高从而增加英镑的吸引力。然而事与愿违，这一切只是给投机者壮胆而使规避风险者更加恐惧，规避风险者继续抛售着英镑。人们对官方试图把利率提高到15%的威胁充耳不闻，交易员也都清楚地知道在英国经济衰退期持续加息是个不可持续的政策。最终在1992年9月16日晚间，英国政府惭愧地宣布政府将不再履行汇率波动范围的维持义务，将从欧洲汇率机制中撤回英镑。在接下来的几个星期内，英镑兑德国马克大约贬值15%，投机者大发横财，而据估计英国国库（比如英国的纳税人）则损失了30多亿英镑（参见图2-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

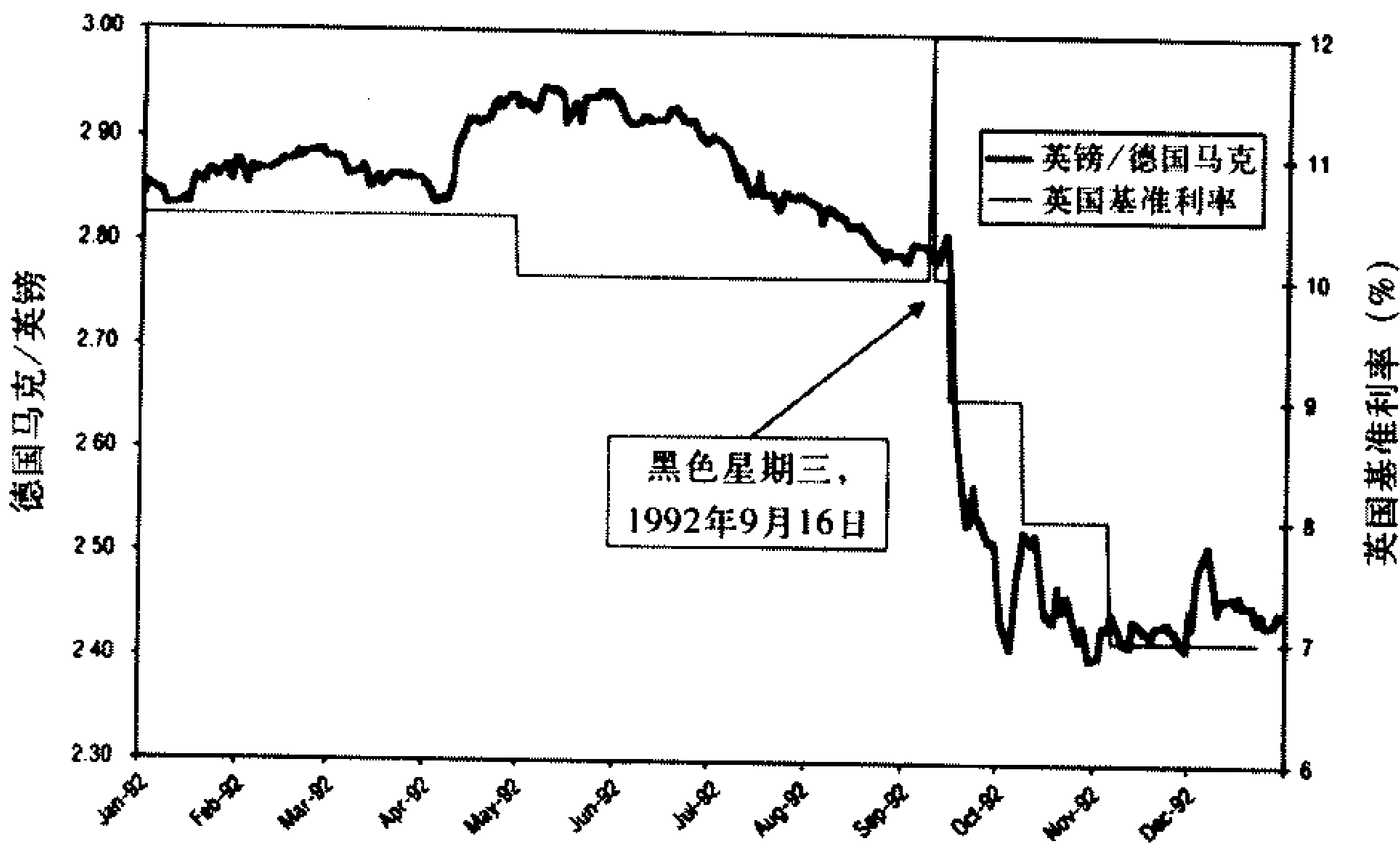


图2-5　英镑/马克和英国基准利率，1992

资料来源：Bloomberg.

据报道，与此同时，索罗斯基金管理公司通过卖空英镑赚了10～20亿美元，而这为索罗斯博得了“击败英格兰银行的人”的绰号。但是可以肯定的是，对英镑贬值下赌注，索罗斯不是孤军奋战。在索罗斯因大发横财而可能饱受过分批评的同时，许多人认为政府自身的政策是问题的根源所在，而投机者仅仅是表面症状而已。

1995年，英镑最终贬值到1英镑兑换2.16德国马克，但是之后英镑升值到1英镑能兑换高达3.44德国马克，这是因为英国经济从衰退中复苏而德国却承受着加入欧元区的负效应影响（参见图2-6）。许多人把英国经济的强劲增长，归因于英国处于欧元体系之外而带来的利率和汇率的操作灵活性。把英国在上一个十年的经济增长率，与同时期强劲的欧元区国家（比如法国和德国）的经济增长率相比较，这一点就显得异常明显。

阿热·哈里斯在他的访问中戏称，“英国政府应该在特拉法尔加广场为索罗斯立雕像，以表达对索罗斯迫使英镑脱离欧洲汇率机制所做出贡献的敬意”。拜森特补充说：“英国官员也应分得一杯羹……因为他们知道快速地收手与后退。英国财政大臣诺曼·拉蒙特和首相约翰·梅杰为了长期利益而承受一时耻辱。我的意思是，看看法国与德国，现在还是一团糟。”

继英镑危机之后，全球宏观基金业下一个系统性事件就是1994年债券市场的大溃败，然而这一次全球宏观经理们并未大获其利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

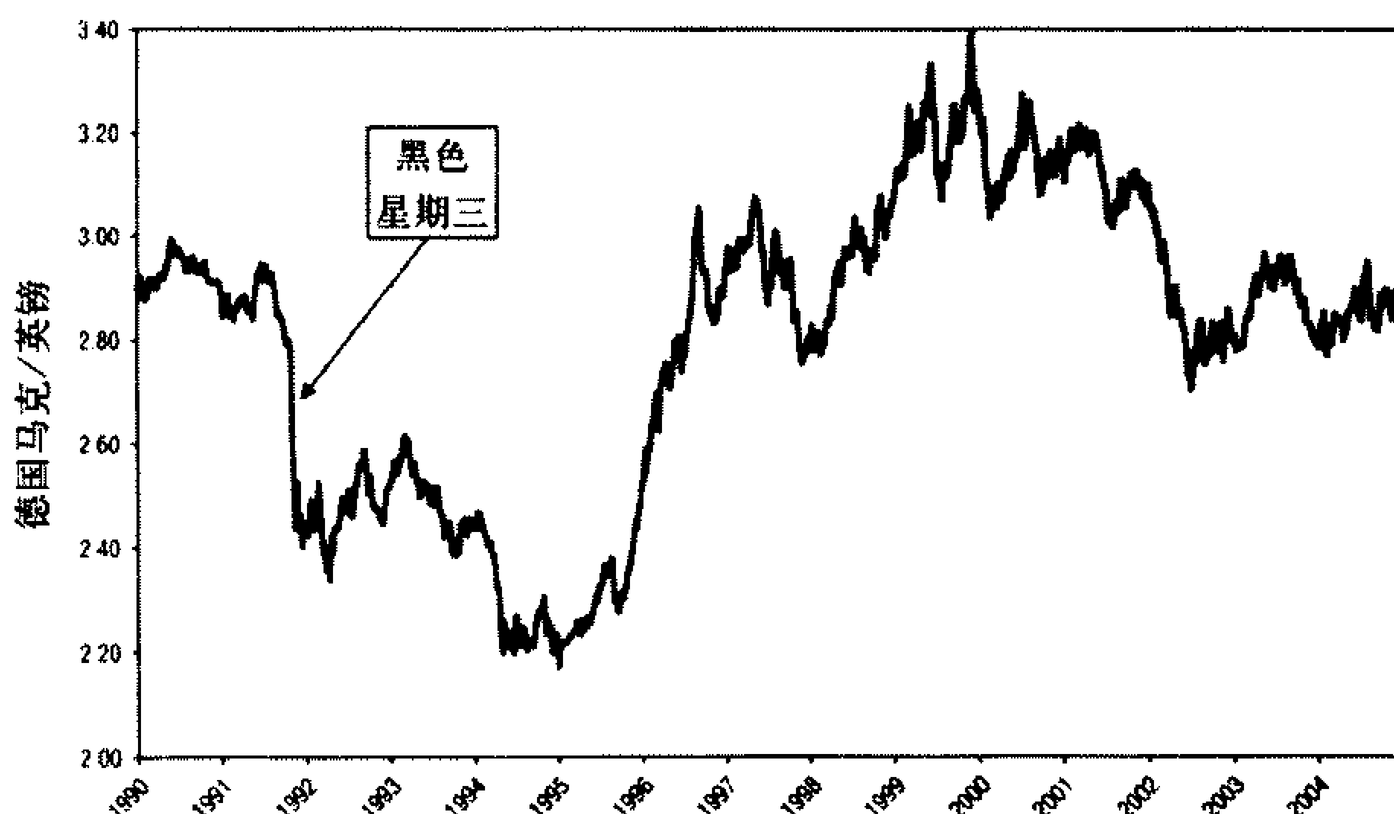


图2-6 英镑/马克，1990～2005

资料来源：Bloomberg.

1994年债券市场溃败

从20世纪80年代末到90年代初，欧元工程因凝聚了政治推动力而获得了快速进展。趋同交易是一种从各种货币和债券对单一货币和利率的趋同中获利的交易，成为了欧洲外汇市场和固定收益市场中占有绝对优势的核心主题。20世纪90年代初期，固定收入市场和货币市场经历了几个特别强劲的年份。银行业和对冲基金的全球宏观基金交易者，与相对价值交易者和趋势跟随者一起，跳跃性地跟上了这个趋势，他们都持有大量欧洲债券的多头。在英国选择退出欧洲汇率机制之后通过财务的杠杆作用，巨额的市场头寸都投资于那些货币和债券市场较疲软、利率较高的意大利和西班牙这样的欧元区国家。

然而，1994年2月，美联储主席格林斯潘出乎市场意料地把隔夜美国拆借利率从3%提高到3.25%，并开始了一系列的加息政策，这终结了20世纪90年代初期赚钱容易的局面。鉴于在1994年以前相当数量的利率下降的环境下所建立的杠杆头寸，尤其是那些在新兴的衍生金融工具市场建立的头寸，它们的趋势出人预料地发生逆转，这导致了大面积的债券市场的价跌与抛售。第一次加息3个月之后，10年期的美国政府债券收益率从5.87%上升到7.11%，而其他市场同样也经历了趋势逆转和倒退。同样的，在这之前运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转还算良好的欧洲债券交易市场也开始分化瓦解。当追加保证金被要求、杠杆策略实施困难以及持续的价格下滑这三者同时发生的时候，一波恶意的市场抛售战使得债券的跌价更加惨烈。（参见图2-7）

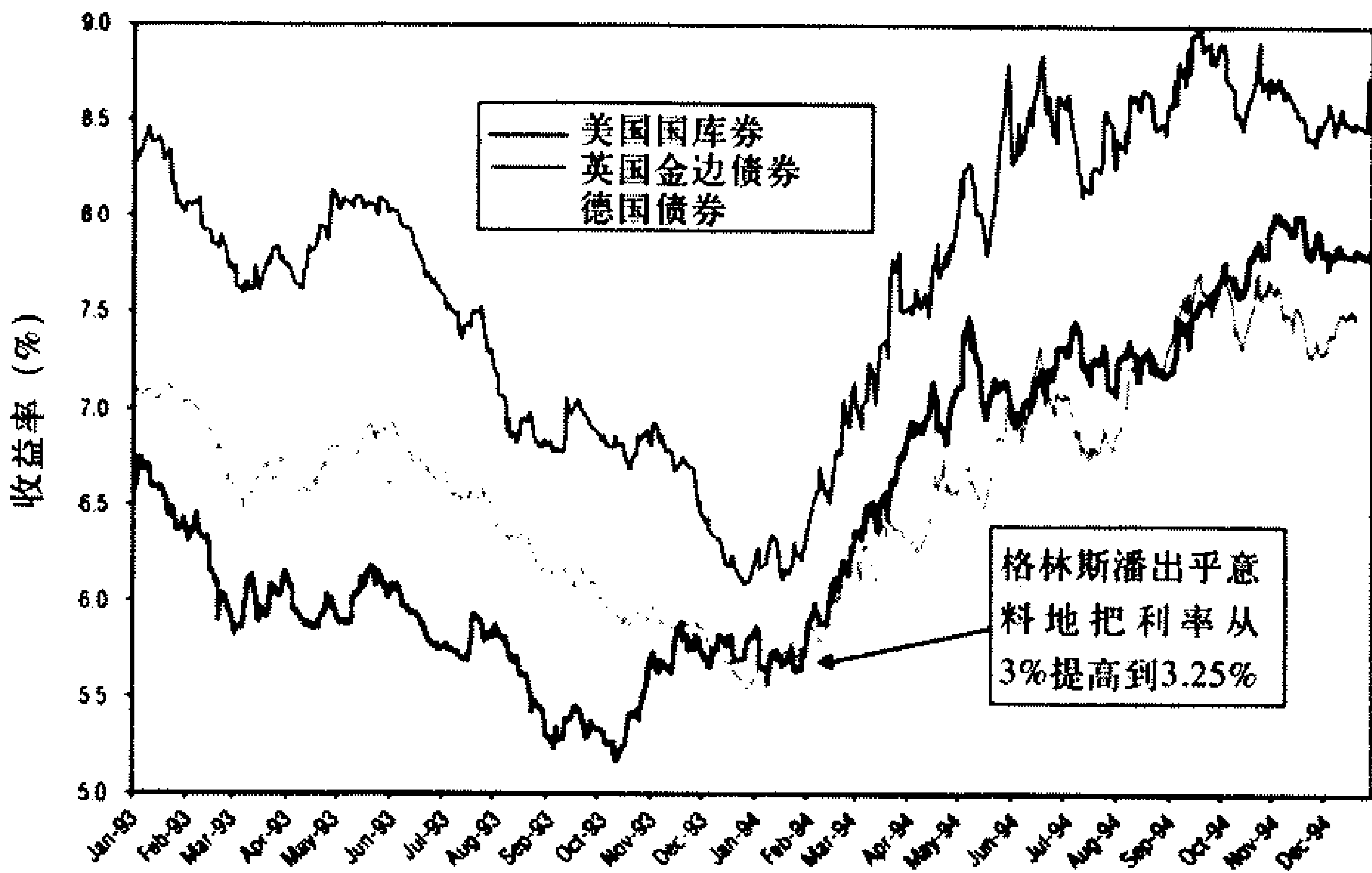


图2-7　收益率：美国10年期国库券，英国10年期金边债券以及德国10年期债券，1993～1994

资料来源：Bloomberg.

涉足华尔街衍生工具交易的巨头公司，比如宝洁公司和吉布森贺卡公司，因为风险规避不当，他们也遭受了巨大损失。同时，加利福尼亚州的奥兰治县——美国最富裕的县，也因为利率衍生资产组合的巨亏而宣布破产。几个有名的全球宏观基金要么关闭，要么在此之后销声匿迹。的确，1994年是对冲基金研究公司的全球宏观基金指数遭受的第一个亏损年，当年该指数损失了4.3%（见第1章）。

1997年亚洲金融危机

20世纪90年代的绝大部分时间里，许多东南亚国家都采用了盯住美元的固定汇率制度，设定了波动幅度并由中央银行负责管理波动幅度。90年代初的前5年，美元一直贬值，这提高了这些东南亚国家的竞争力。然而在1995年，美元开始按照经贸易加权后的情况升值。这时尤其是对日元升值，从1995年4月到1997年1月期间日元升值超过50%。因为盯住美元，东南亚国家的货币也升值，然而他们逐渐失去了竞争的优势（参见图2-8）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

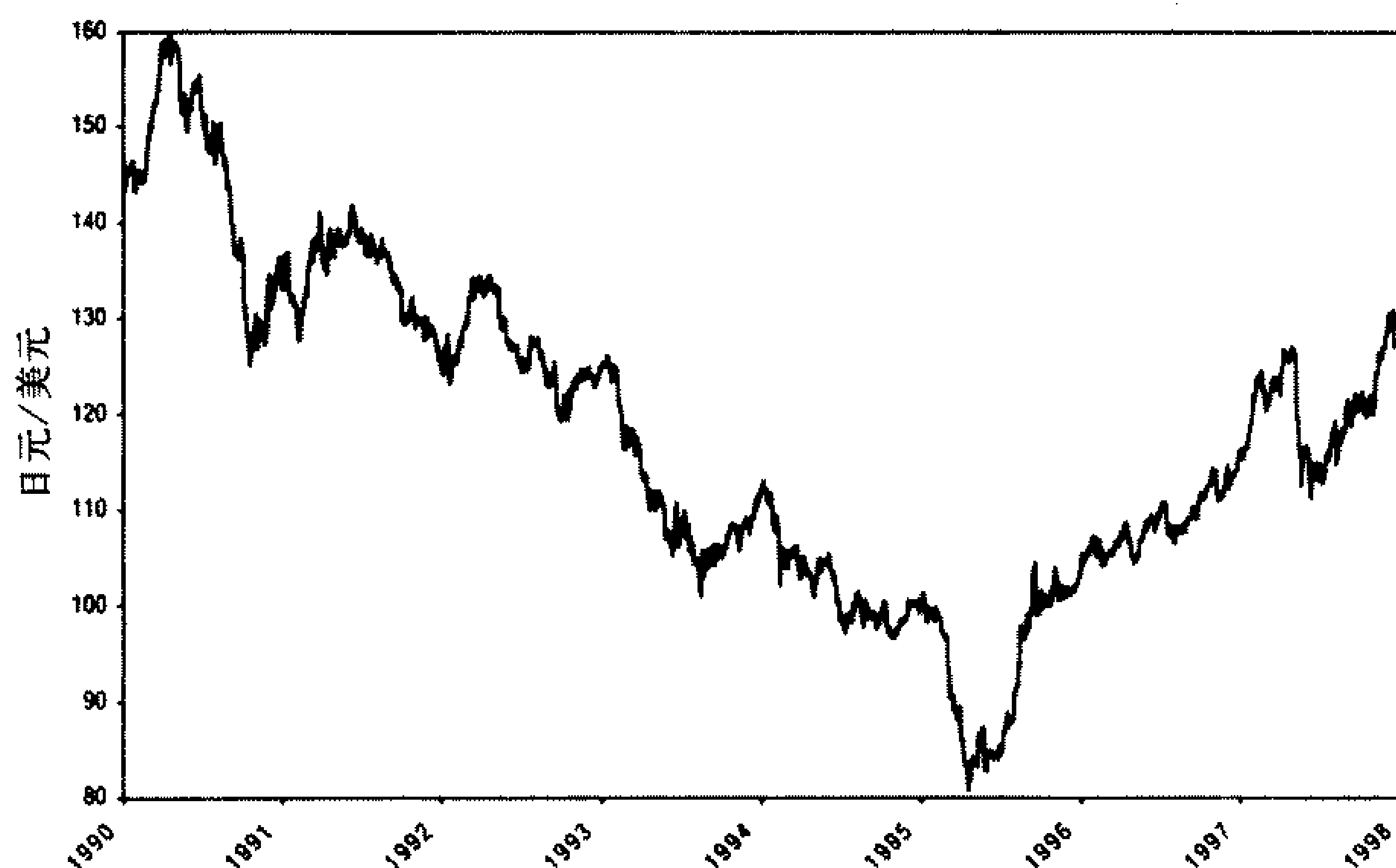


图2-8 日元，1990～1998

资料来源：Bloomberg.

由于采取盯住美元的固定汇率制度，这些东南亚国家的当地借款者可以从离岸市场筹借到更便宜的外汇资金，而美国的利率水平低于这些东南亚国家，因此他们货币之间的汇率水平被稳稳地盯着。同时他们也从日本借款，因为日元利率低于1%，而且1995年后，日本很明显采取了日元贬值政策。鉴于对固定汇率货币体系充满信心，东南亚国家的借款者都认为外币借款在很大程度上没什么风险。但是，日益膨胀的现金账户赤字、日益激烈的竞争环境（最明显的来自中国），以及美元的日益坚挺，这一切都给有管理的盯住汇率制度增加了压力。1997年年中期，日本银行被迫提高其资本金基础并采取紧缩性的货币政策，因此日本倾向于不愿延展短期债务。东南亚国家借款者的借款流动性就难以为继，再加上1997年5月日元的突然升值，该货币体系贬值的压力自然浮出水面。

随着货币贬值风险变得日益明显，当地借款者开始规避他们的外汇敞口头寸，而这意味着在外汇市场上要狂抛东南亚国家的货币。伴随压力的累积，当汇率越接近波动幅度的下限时，各国中央银行维护本国货币体系的工作就变得更加困难，付出的代价也更昂贵。

到1997年7月，泰国中央银行发现自身的外汇储备头寸已经减少到无力维护本国货币体系的地步，别无选择，泰国只好放弃了维护波动幅度的政策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在失去中央银行的靠山之后，泰铢兑美元立即贬值23%（参见图2-9）。东南亚国家的债权人全体惊慌不已，开始从该区域撤回资金或者规避他们的货币风险，而这又进一步冲击了东南亚国家的货币。同时那些借美元和日元而用本国货币偿还的当地借款者，也开始仓促地规避外汇风险头寸，疯狂地抢购外汇而抛售本币。这导致所有的东南亚国家的货币系统、股票市场系统，以及和以前“亚洲虎”所相关联的资产系统瘫痪，从而构成了蔓延效应。在市场恐慌的氛围下，外国投资者根本不考虑投资国的实际形势，匆匆忙忙地从该区域抽离资金。最终泰铢贬值超过50%，由于金融危机的传染效应，其他东南亚国家的货币和股票市场也难逃此劫。

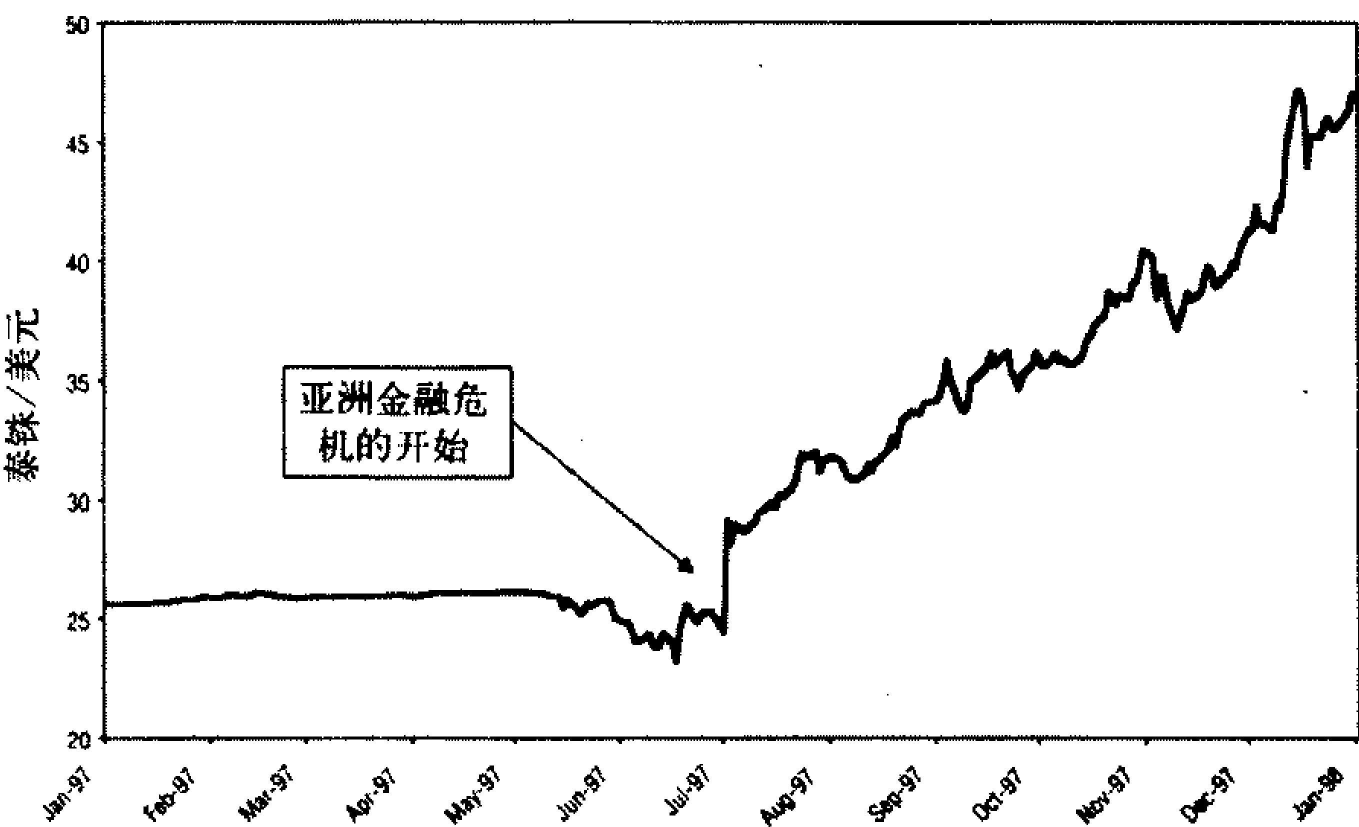


图2-9 泰铢，1997

资料来源：Bloomberg.

那时，许多经济学家和机构把亚洲金融危机归罪于全球资本市场的开放以及投机者的羊群心理效应。马来西亚总理马哈蒂尔·穆罕默德博士，公开指责索罗斯要为马来西亚在危机期间遭受的经济破坏负责，甚至认为货币投机就是犯罪。通过建立严格的资本管制措施以及把马来西亚林吉特/美元汇率固定在3.80的水平（参见图2-10），马哈蒂尔关闭了所谓的热钱流向马来西亚经济的大门。斯科特·拜森特回忆说：“这真的有点让人担心，因为实际上这是第一次有人停止耍嘴皮子，开始动真格地关闭了一个经济系统。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

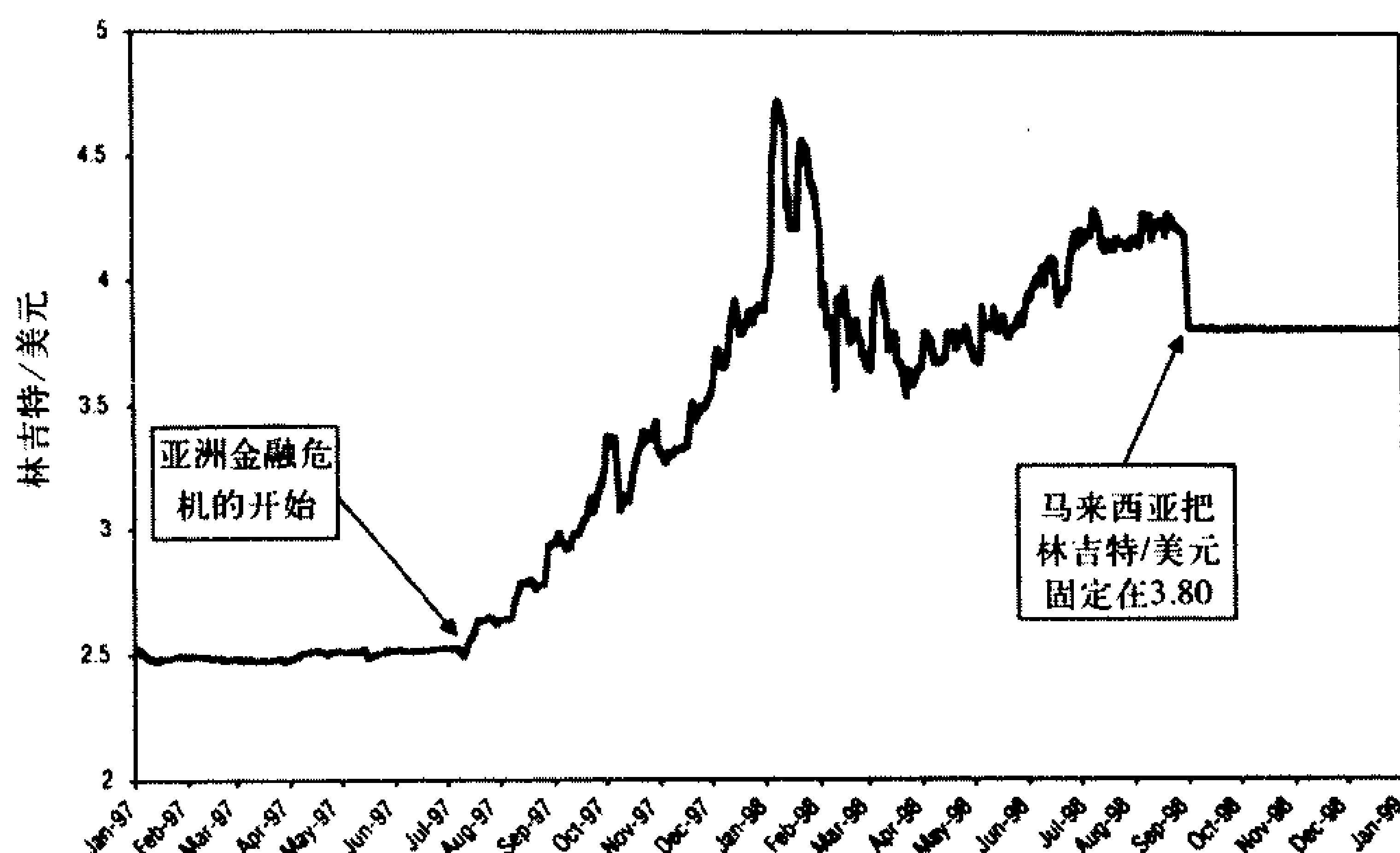


图2-10 马来西亚林吉特，1997～1998

资料来源：Bloomberg.

在1997年7月索罗斯基金管理公司主要通过卖空泰铢就获利11.4%，但是如果因为从东南亚国家货币体系的崩溃中获利就要受到责备，那么朱利安·罗伯森就更应该引起大家的注意。他的老虎基金在亚洲危机中通过货币、商品以及股票市场的交易而盈利70亿美元。

然而认为投机者导致了亚洲金融危机，这似乎夸大了实际情况。那些在1997年以前，货币体系很稳定的时候建立的过大外汇敞口头寸的当地借款者更应受到指责。按照这个逻辑，东南亚国家的政府因其考虑欠周的政策而应负首要的责任，因为政策准许本国借贷者建立过多的外汇借债。

1998年俄罗斯危机

据一些人说，俄罗斯危机本质上是亚洲金融危机的延续，因为亚洲“经济流感”在全球范围扩散，迫使投资者紧缩投资以及降低更具风险资产的头寸(比如新兴市场的敞口)。1998年以前，俄罗斯被认为是从专制铁幕中冲出来的一个巨大的、商品丰富的经济体，从而成为了投资者的宠儿。但是随着外国投资者紧缩投资而把资金从俄罗斯抽离，加上本国居民转移资本到国外，以及政府本身并不完美的金融管理政策，本已经恶化的形势此时无异于是雪上加霜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着资本开始逃离俄罗斯，俄罗斯试图采取一系列措施来缓和严峻的形势，连换几任财政部长、提高利率到难以置信的高水平，以及采取国际经济援助的方案，但这一切都无济于事。最终，俄罗斯政府停止了抗争。1998年8月17日，俄罗斯联邦政府和俄罗斯中央银行宣布货币贬值，并将延期偿还2 810亿政府债务。卢布从1美元兑6卢布贬值到兑20卢布（最终在2002年下降到超过30卢布），而债券也变得一文不值。在危机期间，俄罗斯股票市场指数从570点一路下滑到36点（参见图2-11）。与此同时，许多俄罗斯金融机构立刻间失去了债务偿还能力。这在世界金融市场激荡起强大的冲击波，因为许多资产头寸暴露于俄罗斯的机构，原本希望与当地俄罗斯银行签订衍生合同来规避风险。然而事与愿违，它们不仅没有规避风险，而且当俄罗斯金融机构失去了偿还能力时，这些衍生合同的头寸也变成了信用风险的衍生物，白白地成为交易中的损失方。

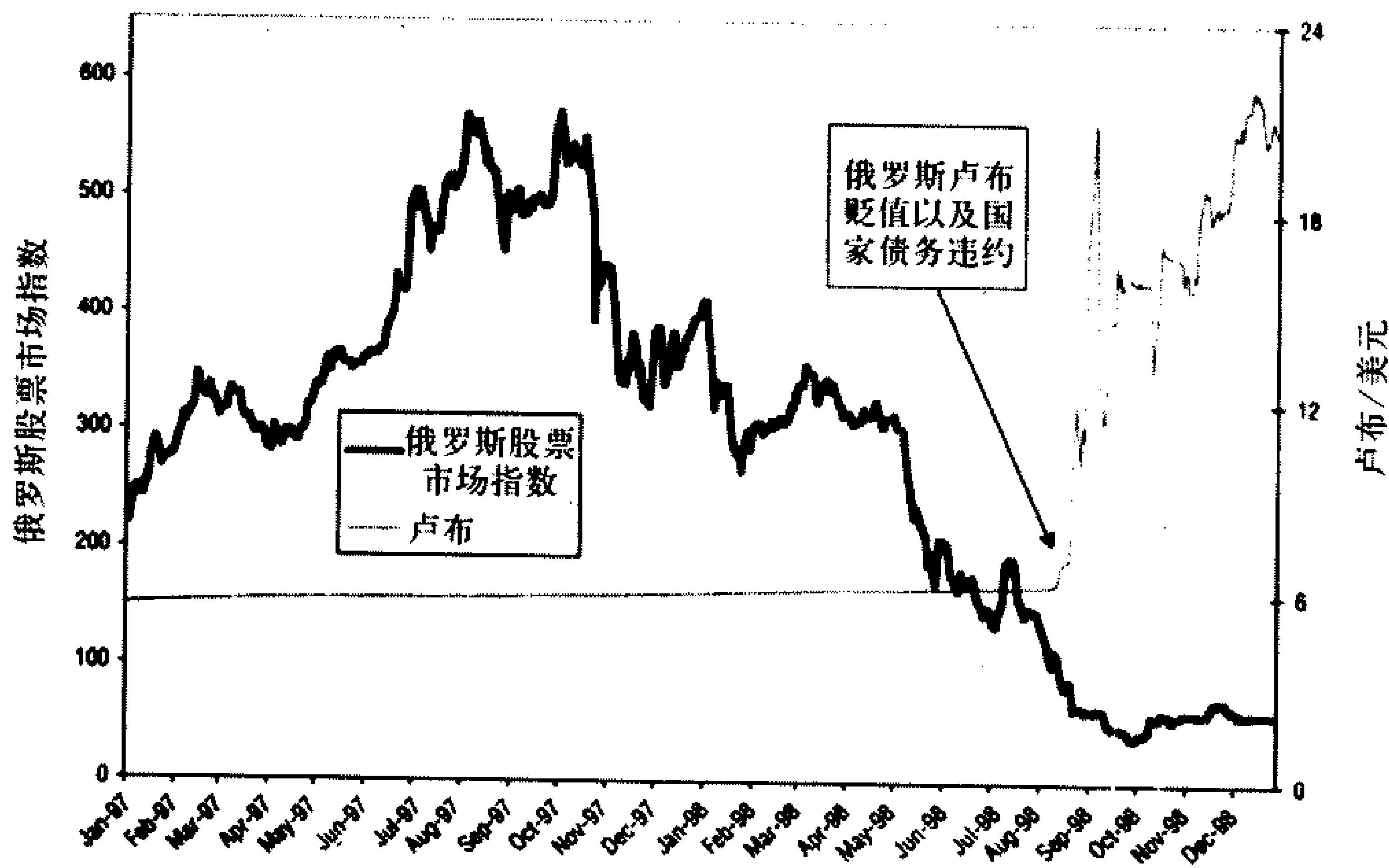


图2-11 俄罗斯卢布和俄罗斯股票指数（RTSI$），1997～1998

资料来源：Bloomberg.

卢布贬值以及同时产生的国家债务的违约，导致许多全球宏观基金经理们估计错了形势而使自己的市场仓位错误定位。同时，这似乎也标志着全球宏观基金的辉煌也达到了极点，从此开始步入由盛及衰的路程。1998年索罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯和老虎基金的资产，也达到了历史最高峰（分别是大约220亿和250亿美元）。乔治·索罗斯因一天之内损失了10～20亿美元而再次登上主流媒体头版头条（但是全年还是获得了正收益，其投资者获得12%的年收益率），而朱利安·罗伯森也在俄罗斯栽了跟头，损失了大约10亿美元，加上在其他市场的巨额损失（最严重的是日元套利交易），老虎基金更是雪上加霜（参见图2-12）。



图2-12 美元/日元套利交易，1997～1998

资料来源：Bloomberg.

和其他绝大多数的主要危机一样，俄罗斯危机甚至使得似乎不相关的其他世界市场也产生了异常现象。在这样的情况下，投资者急剧降低他们风险资产的整体敞口头寸，将他们的资金转而投向美国政府债券，这种情况被称为“奔向安全”。而结果是，美国政府债券的基准收益与其他风险资产之间的价差急剧扩大，从而导致了世界走向下一个金融危机——长期资本管理公司的危机。

1998年长期资本管理公司事件

虽然长期资本管理公司（LTCM）不属于全球宏观对冲基金，但是鉴于以下几个原因我们不得不花点篇幅来讨论它。第一，这种集中套利型基金也涉足了全球宏观市场交易，它随后解体的分支也成为了全球宏观市场投资策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略的基金。第二，LTCM的案例给我们提供了洞悉对冲基金会发生什么错误的内情，而且明示了一些重大问题，比如流动性、风险管理和相关性。第三点，在本书中几乎每一个被采访者都涉及到LTCM。

长期资本管理公司成立于1994年，创办人是臭名昭著的所罗门兄弟公司的自营买卖交易员约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）。他召集了一群金融界的全明星级精英加盟，包括曾任美联储副主席的戴维·莫里斯(David Mullins)以及曾获诺贝尔奖的罗伯特·默顿（Robert Merton）和迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)⊖。长期资本管理公司以13亿资产起家，起初集中投资于固定收益证券的套利机会（在1994年债券市场崩溃后，这种交易的买卖差价扩大而变得更有吸引力）。最初的核心战略，是对“已发债券”与“新发债券”之间的差价趋同下赌注，以及对其他相对价值和套利机会（主要是固定收益证券）下赌注。鉴于这些套利交易的差价很小，为了在其创立的头几年里创造高于40%的年收益率，长期资本管理公司不得不进行放大许多倍的杠杆交易。

长期资本管理公司成功的秘诀在于对套利机会的挖掘利用，而这也造成被管理的资产在增长的同时，套利机会也在逐渐消失。为了维持这样的收益，长期资本管理公司被迫提高杠杆比率并投资超过他们初始投资范围的市场和交易活动的风险资产。进入1998年，LTCM拥有50亿美元的资产，管理着据估计超过1万亿的不切实际的超额头寸。与此同时，风险套利交易（对兼并与收购的赌注筹码）、定向头寸以及新兴市场的赌注，成为其投资组合风险中较大的比重。

随着1998年夏天的临近，在亚洲金融危机和俄罗斯困境的双重阴影下，全球宏观交易市场渐渐开始变得不稳定。同时，梅里韦瑟的前老板——所罗门兄弟公司决定退出此类套利交易活动，并平仓了类似的头寸。这导致长期资本管理公司所交易的差价进一步扩大，也使得风险也进一步扩大恶化。俄罗斯卢布的最终贬值及债务的违约，导致了风险投资的大范围缩减，出现了全球资本追逐安全的现象。在恐慌的氛围下，投资者对长期基本价值的漠视，也导致了长期资本管理公司的套利和相对价值交易的差价进一步扩大（参见图2-13），这使得长期资本管理公司的损失上升到了十分危险的水平。

⊖ 他俩是期权定价理论和方法的先驱。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

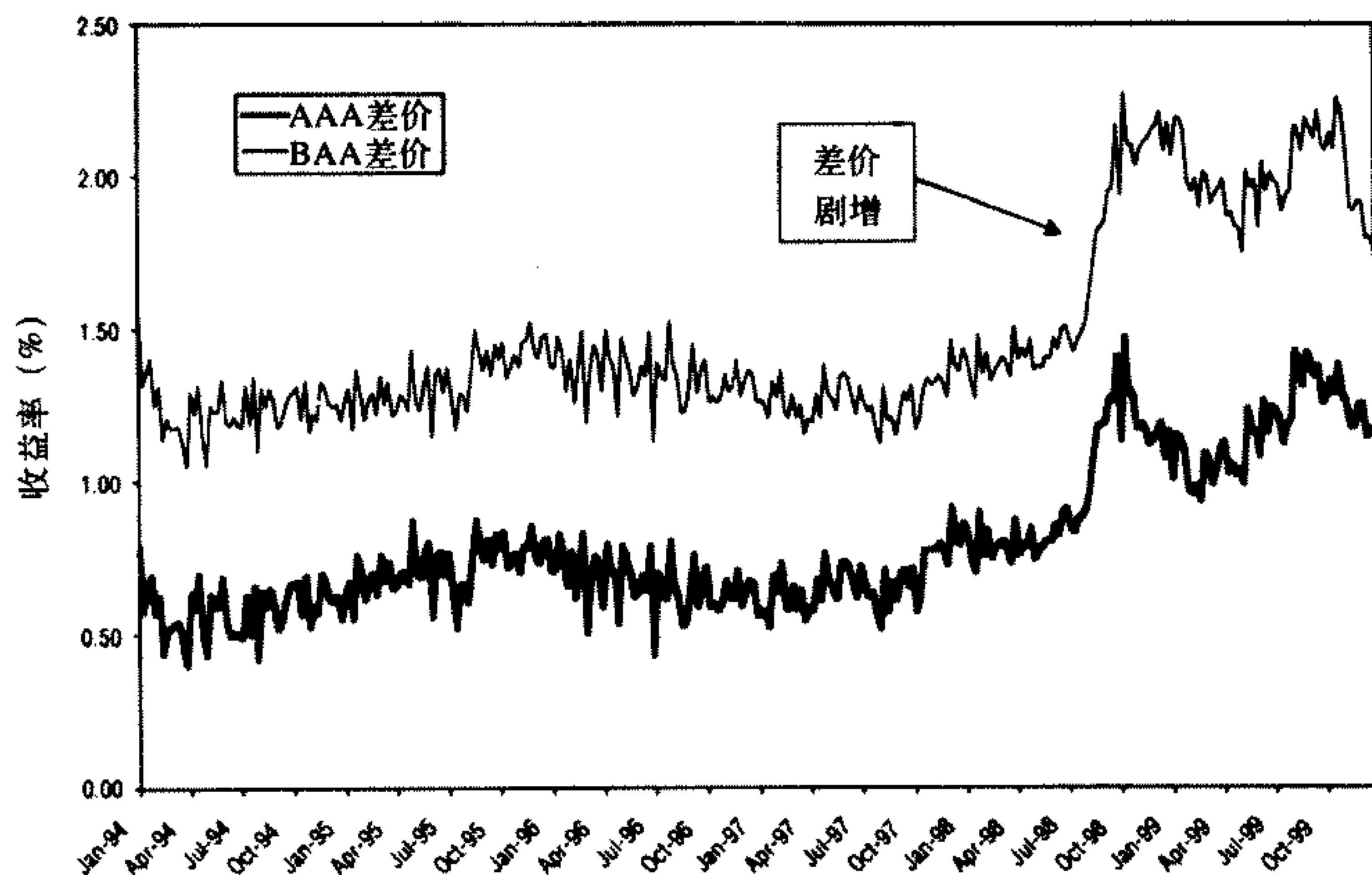


图2-13　公司债券对国库券的差价，1994～1999

资料来源：Bloomberg.

考虑到LTCM的高杠杆及其管理的市场头寸的大小，清算几乎不可能。同时，LTCM的同行都知道LTCM陷于困境，面临倒闭的风险，因此他们都开始规避自己的相应风险，而这又进一步使LTCM的形势更加严峻。为了减轻违约风险以及人们对世界金融体系崩溃的担心，纽约的联邦储备银行与LTCM的债权人举行了会议并制订执行一项经济援助方案。这是“格林斯潘拯救”的又一次重现。

LTCM是那时投资业的巨头，因此LTCM事件给我们提供了洞悉风险管理体系失败的机会。建立在历史价格基础上的风险管理系统，在某些方面和一定程度上是可以监察风险的，但是并非完美无缺。在金融市场的历史中，隐含着从理论上看来是小概率的厚尾事件。在LTCM事件中，曾经进行风险模型测算，大体上只有60亿分之一的倒闭概率。然而，具有讽刺意味的是，LTCM的精英们忽视了一个相关性的问题，即LTCM的投资组合头寸之间的相关系数，投资组合中的这些风险头寸是相互关联的。换句话说，他们的风险模型没有考虑到LTCM的流动性的溢价问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格林斯潘与长期资本管理公司

应该在多大程度上依赖于金融模型，鉴于这个问题的复杂性，这是不是已经远远超出人类的判断力了呢？一些聪明的人自以为他们已经建立了更好的诱饵战术与交易策略，这样，他们就能源源不断地从金融市场上汲取异乎寻常的收益，这样的例子在这10年里举不胜数。的确，有一些人获得了一时的成功。尽管偶然的获得超额收益造成的市场价格扭曲可能存在，但是这是不可能持续的。事实上，努力利用这些价格偏差同时也会迫使价格得到校准与修正，而且这样的努力之后又会受到竞争者的效仿，这样就会进一步缩小或者消除任何价格缺口。不管交易策略是多么精湛熟练，从长期来看，只有通过承担异乎寻常的风险才能够获得异乎寻常的收益。

资料来源：艾伦·格林斯潘主席在美国众议院银行和金融服务委员会上的证词，该文的标题为：大型对冲基金的私营部门再融资。长期资本管理公司，1998年10月1日

LTCM事件给我们敲响了警钟，即不存在无风险的套利交易。他们所利用的套利头寸太小，为了能产生有意义的超额收益，基金不得不使用高倍的杠杆财务比率，这使得他们不得不承担融资费用和总体市场的流动性风险。流动性风险就是当真正需要资金时，手头却没有可用资金。

2000年网络泡沫

1996年12月6日，格林斯潘发表了他著名的《非理性繁荣》的讲话。讲话中他对美国股票市场的价格高估发出了警告。但是，在接下来的3年里，股票市场依然一路高涨，只有在俄罗斯危机和LTCM事件中稍有下降（在危机中，格林斯潘通过减息75个基点，迅速地制止了市场下跌）。同时，从那次著名讲话开始到2000年3月期间，标准普尔指数翻了一番，而纳斯达克指数上升了3倍（参见图2-14）。

这样的情况下，与一些科技共同基金提供的50%～100%甚至更高的收益率相比，全球宏观对冲基金所产生的收益对投资者来说，不再有从前那样吸引人眼球的吸引力。与此同时，世界上最大的两个全球宏观对冲基金经理正在为新的驱动动力范式而斗争。罗伯森和索罗斯都成为了“技术进步驱动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票上升”的直言不讳的支持者。虽然人们广泛认识到网络股和科技股已陷于泡沫化，但是因为股票价格不停地上涨，对于许多投资者来说，几乎不可能从这波浪潮中跳出去。事实上，索罗斯基金管理公司在1999年年末就进行了调仓，从科技股空头变为多头，而在这个过程之中，该年公司就扭亏为盈，从亏损19%变为盈利35%。



图2-14 繁荣！1996～2000

资料来源：Bloomberg.

从另一方面来说，朱利安·罗伯森却选择坚持他的核心主题，即看空“新经济”并继续看多“老经济”。这样，随着老产业股票价格的继续下滑以及新经济行情的飙升，罗伯森在1999年和2000年遭受了更大的损失。最终，因为投资者赎回的增多，其管理的资金从250亿下滑到60亿，罗伯森不得不关闭了老虎基金。关闭基金时，罗伯森在他最后给投资者的信中说：“就像你们许多次听到我所说的，这些年来老虎基金成功的秘诀在于我们坚定不移地购买最好的股票以及做空最糟糕的股票。在一个理性的环境里，这种策略运行良好。但是在一个非理性的市场中，收益与价格的考量已经让位于鼠标和贪婪。这种逻辑，正如我们刚刚所吸取的经验，因此并不起什么作用。”具有讽刺意味的是，2000年3月，也就是科技股泡沫处于最顶峰时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恰好也是老虎基金运营的最后一个月。在此之后，罗伯森的投资哲学再一次被市场证明是成功的（参见图2-15）。



图2-15　衰退！2000～2003

资料来源：Bloomberg.

同时，索罗斯做多科技股的做法在1999年末以及2000年初都带来丰厚收益，但是在2000年3月之后却变得对索罗斯极其不利。到2004年4月时其收益就下降了22%，索罗斯宣布把他的量子基金的性质改变为投资于低风险的工具，并改名为——量子捐赠基金（Quantum Endowment）。索罗斯当时说："我们现在已经开始意识到，像量子基金这样的巨型对冲基金已经不再是管理资金的最好方式。市场变得如此极端不稳定，风险价值的传统测量方法已经不再适用了。"

> "我们最佳下注的好日子，已经一去不复返。"
> ——乔治·索罗斯，2000年4月

全球宏观对冲基金已死

从1999年进入2000年，一些其他全球宏观对冲基金也关闭了，这使得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主流媒体和华尔街权威纷纷宣布全球宏观对冲基金已经“死亡”。虽然2000年已标志着资产超过200亿美元的全球宏观对冲基金巨头的末日，但是认为从全球价格失衡和宏观经济趋势中获利的全球宏观投资策略已到末日的说法还为时过早。

股市泡沫最终在2000年3月破裂时，美联储再次推出了“格林斯潘拯救”，即把利率从6.5%一直下降到1%，达到了自从20世纪50年代以来从未有过的水平。正是在这种转变的新背景下，一批新一代的全球宏观基金经理开始声名鹊起。他们不仅捕捉到了利率的波动趋势，而且抓住了那时的宏观经典视角——做多债券并做空股票，最后做空美元。

2000年，不仅全球宏观基金没有终结，事实上该年还标志着全球宏观基金的另一个兴起。全球宏观对冲基金的业绩，再次名列整个投资界的前列。自20世纪70年代初期以来，当全球投资者正普遍遭受着“漂亮50”(Nifty Fifty)这个最大投资泡沫的同时，全球宏观对冲基金却获得了强劲提高的正收益。

对索罗斯的最终评价

不管出于什么原因，主流媒体和历史笔录总是喜欢讨论对冲基金的收费、对冲基金的绝对美元收益与损失，而不是讨论投资者获得的净收益比率。对于索罗斯基金管理公司来说，在黑色星期三时赚取了10亿美元，俄罗斯危机时亏了20亿，而当科技股泡沫破裂时损失了30亿。几乎没有人听说过索罗斯基金管理公司的投资收益率，而实际上是相当出色的。索罗斯基金管理公司从1969年创立到1999年，尽管经历过严峻考验，品尝过盈利与亏损，但是对于每一单一年份来说，他们都为投资者创造了正的收益。在量子基金于2000年4月18日给股东的最后一封信中，乔治·索罗斯说：“在他32.5年的历史中，量子基金给他的投资者提供了超过30%的年收益率。从量子基金创立时的10万美元的投资，到现在增长到大约4.2亿美元。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章

全球宏观对冲基金的未来

索罗斯基金的重组及老虎基金的衰落，标志着这两个全球宏观巨人可以随心所欲纵横市场的时代已经结束了。由少数金融强人通过几个过于集中的巨型基金来操纵市场的日子，再也不会回来了。当前，信息与资金流动的加速、竞争的加剧以及新兴市场的成长，大大增加了全球宏观投资策略的复杂性与考察范围。由凯恩斯发起并由索罗斯发扬光大的宏观策略，已经被风格不同的基金经理将之进一步演化细分开来了。

对冲基金业不再青睐那种巨型基金模式的一个主要原因，就是当对冲基金规模累积到一定程度时，容易出现管理不善的问题。当一个基金规模过于巨大时——比方说20世纪90年代后期的索罗斯与老虎基金——由于现金规模过大，就不得不在流动性很强的投资品种及最成熟的资本市场上刻意地大量持仓，这将限制对冲基金的投资范围与分散化策略的自主选择。

正如永远宏观（Semper Macro）基金的湿婆－祖蒂（Siva-Jothy）在本书后文的访谈中说的那样，索罗斯与老虎基金过去能够操纵宏观市场，故每个人都不得不去注意他们的行为，但现在情况完全不同了。类似的，第一资本（Everest Capical）的马克·迪米特罗耶维奇（Marko Dimitrijevic）也发现，过去常常被坐在华尔街或金融城里的少数几个家伙所操控的新兴市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经发育得较为成熟了；更多的机构投资者，甚至包括那些本土的投资机构，都参与到这些市场中来扩展市场深度。

当今全球宏观投资的舞台，已成为了众多机构投资者的竞技场，包括索罗斯、老虎和其他一些早期采取宏观策略的巨型基金模式的同类基金，以及那些来自于原本在信孚银行（Banker Trust）、高盛公司（Goldman Sachs）与瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston）从事不同领域但都以全球宏观为导向的产权交易的操盘手。尽管现在没有一家全球宏观对冲基金公司管理的资产总额能超过200亿美元，但加总后，他们合起来管理的资本总量却是15年前的好几倍（据HFR估计，大约从1990年的390亿美元增加为2005年的1 160亿美元）。与此同时，伴随着各国中央银行资产的增长以及各种金融衍生工具与新兴市场的发展，全球宏观市场的规模与选择范围也大大扩展了。

从全球宏观到全球微观

现在再想要击溃中央银行或者是让其创造超过百分之百的年收益，可能性是非常小了。许多资本已从其他传统的投资机构（甚至包括公众的养老金基金）转向了对冲基金，这使得对冲基金对风险的偏好有所下降。同时，许多操盘手开始不断抱怨当前机会越来越少，而在市场上赚钱越来越难了。究竟是全球宏观市场正在变得更有挑战性，还是只不过是基金经理们自身改变了许多，这成为当前争论的一个热点话题。

许多人认为过去几十年间全球宏观投资基金得到的超额收益，仅仅是中央银行的失误与政府政策不当的结果，比如试图固定名义汇率（英镑危机，亚洲金融危机）和微观干预经济（政治利益驱动的政策，无效管理）。然而，政策制定者似乎学乖了，从过去的错误中汲取了经验教训。引进金融市场的专家，如罗伯特·鲁宾（Robert Rubin），到政府政策的决策中来，似乎有助于烫平市场波动以平抑市场，从而限制了对冲基金赖以谋利的市场中的异常波动。

另一些人质疑中央银行通过增加透明度来调节市场预期以及遏制通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀所取得的胜利的手段，并质疑是否会产生新的问题。当央行在某些局部的博弈中获得胜利时（通货膨胀与汇率波动），更棘手的问题可能也同时产生了（全球贸易不平衡与资产泡沫）。

不管政府政策是否真的改变了博弈的状况，但竞争的加剧确实对基金操盘的专业化要求提高了，这一点是没有疑问的。当今许多全球宏观基金经理拥有的投资风格，更准确地描述应该是，全球微观的投资技能与范式。

索罗斯基金管理与老虎基金，应该说是全球微观投资风格的先驱者。就像斯科特·拜森特（Scott Bessent）说的那样，乔治·索罗斯与他的首席投资官（Chief investment officer）斯坦利·德鲁肯米勒（Stanley Druckenmiller）长期坚持这样的信念：破译微观水平上发生事件的信息，对于分析宏观状况的变化是十分有价值的。类似的，奥斯普锐管理基金（Ospraie Managemnet）的德怀特·安德森（Dwight Anderson）也指出：老虎基金在建仓前，为了核实一个假设，他们将首先花大量精力去做扎扎实实的微观研究。然而，尽管索罗斯与老虎基金注重微观的投资风格可说是现今全球的微观投资风格的最早本源，但他们最大的投机动作（无论是看空，还是看多）仍然还是针对货币、股票指数、利率以及其他一些典型宏观工具进行投机性下注。实际上，他们是针对全球宏观的狭窄末端进行操作，就如同瓦德瓦尼资产管理公司（Wadhawnai Asset Management）的苏希里·瓦德瓦尼（Dr. Sushil Wadhwani）在访谈中描述的那样。

其他一些从前也在“全球宏观的狭窄末端”上操作的全球宏观基金，如特德基金及卡克斯顿基金(Tudor, Caxton)，也已经演变成了投资于明确特定资产的更具显著微观风险的对冲基金。通过雇用并组建具有特殊技能的专业化内部团队，并给他们分配资金独立运作，基金公司的运作实现了专业化与分散化。就像保罗·特德·琼斯（Paul Tudor Jones）解释的那样，公司内部拥有许多分散于不同领域的交易员，这使得交易员在实践中可以耐心地等待那些确实值得下注的机会。这样，如果交易员没有看到什么有价值的信息，就不必进行交易，除非他们发现了一个投资机会，才值得去冒一下险。2004年，特德基金公司大约拥有超过50%的风险，这些风险是由琼斯本人及其他内部的宏观经理来管理的。全球股票风险约占总风险的三分之一，而剩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

余部分则分配给其他的投资策略，比如保守型交易与风险套利。

卡克斯顿基金公司管理的资产从1983年的7 600万美元增加当前的12亿美元，因此它也从一个单一全球宏观组合管理的公司演变为了一个具有复杂多战略的基金公司，拥有约30个团队进行着各种各样的多战略/分散化的混合交易。随着时光的流逝，卡克斯顿的首席投资官与创建人布鲁斯·科夫勒（Bruce Kovner）已从唯一的风险承受者，演变为只是众多交易员中的一个；然而同时，他在公司中所扮演的角色，已转变成为所有业务的领导者、整个风险的管理者和所有基金经理与雇员的激励者。

猎鹰管理基金（Falcon Management）的吉姆·莱特勒（Jim Leitner）在访谈中这样描述他对全球宏观策略的理解：

> 乐意去敏锐地抓住每一个机会，它可能出现在每一个资产类别与全球每一个国家中，从微观形势到某个特定国家的状况中往往能识别出这种信息。全球宏观通常是自上而下的国家分析与自下而上的公司微观分析的结合。在许多情况下，当我们做出国家层面的投资决策之后，还要根据我们的宏观视角来仔细钻研那些业绩表现良好的公司。宏观的问题可用微观的风格来对待处理，全球宏观策略仅仅表明你自总揽层面开始展开你的工作。

莱特勒处在从全球宏观向全球微观演变过程中的最前线，他的上述理解较好地反映了这种演变的实质。附录A提供了关于“金融理论与数学工具如何推动这个演化”的详细说明，那是李·托马斯博士（Dr. Lee R. Thomas）关于题为《为什么全球宏观策略会走上这条路》的演讲。附录B给投资者提供了如何考察全球宏观对冲基金投资组合的解释说明。

同时，在当今不确定的社会中，全球不均衡正在成为一个越发突出的问题，传统的投资机构与投资策略，在处理与应对这种政治经济、地缘政治及社会的不稳定时，已经开始面临着越来越大的困难。后面的章节，记录了这些证券投资业最聪明的大脑是如何看待这些事件变化并如何从中谋利的。他们在投资中秉持着最开放、最灵活的操作策略——全球宏观策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

家族账户管理员

吉姆 · 莱特勒
猎鹰管理公司

如果吉姆 · 莱特勒（Jim Leitner）不亲自去印度、象牙海岸以及其他一些更偏远的地方实地考察投资业务，那么通常就待在被他称为“老窝”的位于新泽西州远郊的家庭办公室里。办公室的房子外有一块牌子上醒目地写着：“猎鹰管理”（Falcon Management）与“合气道精神”（Aikido Spirit）。莱特勒主要投资管理的是自己的钱，而且已经这样很多年了。因此，莱特勒在全球金融市场中的交易策略完全不同于大多数其他的基金经理，因为他已不再是一个隐含的看涨期权了。换句话说，如果他的资产运作严重失误了，他不会因此而失去工作或投资者，他可以去依靠社会福利。当然，他的办公室环境的气派表明了他是不太可能去依靠社会福利的。

跟莱特勒的老办公场所相比，新办公室的环境有了显著提高。1999年夏，我第一次在莱特勒原先的办公地点拜见了他。我记得那是在一个狭长的商业街中，一个又脏又破的加油站对面有一幢简陋的房子，在那里我认识了莱特勒。那时，我供职于德国银行设在伦敦的对冲基金工作组（Hedge Fund Group），所以我十分热切地想给基金经理推销我们的交易理念与策略。莱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特勒当时做了大量的土耳其业务，为了舒缓疲累，他还计划着和美林证券的梅里尔·林奇去那里旅行以放松一下。莱特勒喜欢到现场调研，他发现当时土耳其的一年期利率高于100%而通胀率大约为60%。这种极端的高利率、高通胀的宏观形势，要求偏好持有重仓的基金经理在很大程度上必须能够承受潜在波动性与风险的挑战。

土耳其央行行长正着手一项降低通货膨胀的计划，莱特勒想看看这项计划对他的投资有何影响。像往常一样，他在收益曲线的前端低价位处已经重仓持有了大量的土耳其证券及一年期的外汇远期。当1999年8月土耳其央行行长进行自杀性行动后，美林的人取消了那次旅行。我利用这个机会以德国银行的名义，带着莱特勒及一群其他的对冲基金经理，去拜会土耳其的新任央行行长、其他一些政府官员和当地的一些银行与公司。在伊斯坦布尔的一次会见中，当地一位著名的银行家正讨论持有土耳其里拉的净外汇头寸风险，莱特勒弯下身对我低声地说："他有没有提到我小小的家庭办公室，已持仓了这个市场10%的份额？"

莱特勒理财事务所里"合气道"工作室的摆设布置，可在某种程度上显示他的交易风格：循规蹈矩、耐心、灵活可变的，尊重可冲破任何市场力量的个体，并不断地寻求更多的知识与信息。每当我跟莱特勒打招呼时，他迅速而友好的回应——"嗨，哥们儿"让我觉得十分舒服，因为通常我与其他的交易员或基金经理交谈，他们大多数往往都偏好倾听其自我的声音并自我陶醉。莱特勒从各种可能的渠道采集信息，并总对信息提供方充满了感激之情。实际中，关照那些也曾关照他的人，是莱特勒显著的优点之一。

尽管他没有像乔治·索罗斯（George Soros）或朱利安·罗伯逊（Julian Roberson）那样家喻户晓，但莱特勒在金融界也是非常有名望并受人尊敬的。莱特勒是通过纽约的投机商号（Bucket shops）成名的，在完成他的研究的同时推销银行产品。他的等级迅速上升，成为了银行家信托公司（Bankers Trust）的首席风险管理者，并为一些著名的对冲基金经理管理资金。莱特勒统计过，在他的职业生涯中从资本市场中共赚取了20亿美金。而自从1997年建立"猎鹰管理"以来，他获得了年均30%的综合收益率。

莱特勒尽可能地使用以期权为基础的交易策略来管理资金，而且他不害

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怕长期持有交易量小的小币种货币期权，持仓到它们最终清算。他的交易生涯，可说是集中展现了全球的资本市场。因为他在实际中投资过世界上任何市场的任何资产，并以大胆地投资于那些一般人不敢涉足的“非共识性的交易”而闻名，比如持有冰岛的与通货膨胀关联的长期住房债券，以及成为加纳酿酒厂的主要持股股东。

在我们结束这次会谈之后，莱特勒邀请我一起参加了他为一个前来看望他的绅士准备的午餐。我们下楼在他办公室改装的饭厅里，享用了一顿鲜美的意大利餐。突然，屋子里从其他房间的“合气道”工作室中传来了大声的呼叫声。他的客人对我解释说，他正着手建立一个全球宏观对冲基金。

出于好奇，我问：“如果你正在建立自己的对冲基金，为什么还来看吉姆，他看起来可是你的竞争对手？”

客人回答说：“因为吉姆是全球宏观基金的教皇，我是来向他求教取经的。”

你是怎样开始入这行的？

我当时在哥伦比亚大学读研究生，学习国际金融并进行俄罗斯文化的研究。我需要钱，所以我向一份“招聘货币经纪人新手”的华尔街广告提交了申请。我在信里写道：“我并不了解货币经纪人是做什么的，但我将成为你曾雇用过的最好新兵。因为我是一名学生，只能工作半天，但是在半天的工作时间里，我将完成任何其他人要花一整天才能做完的工作。”最终，一封从帝国证券（Dominion Security）寄来的信邀请我去参加面试。

很幸运的是，面试我的是个德国人。我是在德国与土耳其长大的，后来又考上了德国的一所学校，因此我们在面试中就采用德语交谈。那个德国人很喜欢我，并对我说：“我所需要的是一个反应灵敏的人，能根据世界上正在发生的有价值的信息来操盘。”

他们有一个阶梯式的圆形小交易厅，所有经纪人都可向下看见股票交易行情牌，反映行情的屏幕牌可显示连接洛桑、新加坡以及从伦敦办公室里的扩音器传来的时刻更新的最新客户的指令。我对德国人说：“我只能工作半天。”他说：“没问题，因为中午伦敦与洛桑两地是停盘的，而新加坡仅仅在早上开盘几小时，你从早上6点工作到中午，怎么样？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那里工作了一小段时间后，我对德国人说："这份工作太容易了，并充满了乐趣，我想成为一名经纪人，在完成操盘工作的同时做做其他经纪业务。"他们给我提供了一部电话，于是我就开始给中西部的小银行打电话。

开始从事经纪业务后，你都做些什么样的产品？

我是一名经纪人，主要做拿骚（Nassau）和开曼群岛（Grand Cayman）分支机构的银行间存款业务。那时，所有银行都在做离岸的欧洲美元业务，因此这些银行间的存款业务的市场交易十分活跃。作为一名新经纪人，我专找那些没人愿与其做业务的小银行。这些小银行破产得非常快，所以从前很少有人在乎过他们。起初，我给他们打电话时我会说："我是一个学生只能工作半天，所以希望你们不介意我只能为你们工作到中午。"然而，他们的反应往往都很高兴，因为这可能是他们的首份经纪业务，而且他们会觉得是在援助一个穷研究生。

毕业后，我又做了两年的全职经纪人，然后打算去做经纪业务中的电话另一端的新业务。我给摩根（JP. Morgan）打电话说："你们下一次打算招聘摩根的拿骚交易室的新人时，请考虑一下我。"两周后，我开始为摩根工作，并付出了巨大的代价——我的薪水从70 000美元下降为17 000美元。但是，我想为了学习新知识，这是值得的。利用晚上的时间，我还去法学院学习法律。

那时，我交易的欧洲美元市场仍然在增长，但真正开始起飞的还是欧洲货币市场。并不一定非要交易美元，任何能在离岸市场交易的国内货币都可成为欧洲货币。我开始成为关于欧洲瑞士法朗、欧洲德国马克和欧洲西班牙币的小有名气的专家。

过了不久，我认为在摩根的拿骚交易室已经学到了想要的所有知识。我就又找到外汇部的头并对他说："如果我能坐在您的边上、成为您的新手并能学习货币交易，我可以替您填写你要交易的所有票据，并给您倒咖啡。"他说："好！"这样，我就成为了他的外汇交易新手。接下来，我成为了远期外汇交易员，这是与存款市场有点关系的业务，因为同样涉及到了利率。远期交易，只是比即期外汇买卖稍微复杂一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，他们开始把一些小币种的货币交给我来操盘。那时，西班牙比塞塔（Spanish peseta）买卖是难以掌控的，因为很少有人知道如何给它定价、该用什么样的关系以及怎样利用交叉的信息来评估它等。几年后，我又开始为美洲银行操盘远期外汇、小币种买卖，以及除了四大主要币种（德国马克、英镑、日元、瑞士法朗）之外的所有货币交易。对我来说，这是一个了不起的并具有技术含量的工作，因为我要处理所有这些业务，并且还赚到了比那些仅进行主要货币和即期外汇买卖的人更多的钱。

那个时候，如果你有较畅通的信息和许多朋友的话，你可以利用市场的不完善赚到很多钱。我完全可以掌控委内瑞拉的玻利瓦（Venezuelan bolivar）和墨西哥的比索（Mexican peso）这两个市场的交易状况，因为我是这两个市场上最大的做市商，并很确切地知道买卖差价将可能是多少。甚至，我可将其他的做市商挡在外面。由于我们与这两个货币市场上的所有公司与基金都做交易，我可以认识更多的人，并拥有比任何其他人更多的信息。那是一段很惬意的时光和一段很美好的学习经历，然而在其他的货币交易中，盈利则主要来源于操盘手管理风险的能力，包括理解不同货币市场的流动性以及分析货币变动的方向。

再后来，我离开美洲银行去西尔森-莱曼公司（Shearson Lehman）工作，做了一名纯粹的私有财产管理员，但是我很快意识到公司并不喜欢持有风险。有一次，我管理的资产价值盈利一度曾高达300万美元，在后来降为220万美元时，公司就不太满意了。尽管我认为我仍然为公司赚了220万美元，但在他们看来，仿佛是我操作不当使公司损失了80万美元似的。

所以，当银行家信托公司声称他们要增加持有风险资产的时候，我就利用这个机会跳槽了。从1986年到1991年接下来的这5年，是银行家信托公司显著扩张成长的时光。银行家信托成为了那个时代在货币市场中最有掌控力的交易商。

是公司、交易员，还是市场环境使得那几年的投资收益如此丰厚？

银行家信托公司有一套愿意承受风险的管理艺术，并知道如何去度量这种风险。他们研发了一个被称为RAROC的系统，即风险调整后的资本收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率（Risk-adjusted Return on Capital），这实际上就是风险价值技术的最初版本。好的管理要鼓励那些做得好的人继续做下去，它的基本思路是：如果你做得很好并且不是碰运气，那你就将得到更多的机会。

当我开始做时，银行家信托公司给远期与小币种交易室设定了1 200万的年度预算。我问他们如何设定预算标准时，他们回答："你有6个人为你工作，没有一个是赚过100万以上的；如果他们每个人能赚200万，那将是一个巨大的成功。"我们在2月20号时，就已经赚了1 200万，提前完成了年度预算目标。这样，他们很快认识到我很会挣钱，并认识到我真的很善于发现极妙的风险/收益的交易机会，以及思考货币与价格错配的事物之间的关系。所以，银行家信托公司就给了我更多的机会。

那时候，发现与认识市场非常容易。这一行仍处在其发展初期，常常会出现价格偏离价值的错配情况。有那么多货币币种要交易，但当时没人能直接持有4种货币，而远少于20种。然而，我却能很容易地看清这些货币之间的关系，并能感觉到事情何时将变得糟糕。

你是否认为，你天生就能判断出现价格拐点的时机？

坦白地说，我并没有这种天生的能力。捕捉市场时机的灵感来源于对市场极端的兴趣，以及在任何时候都要不断地观察与思考市场中发生的一切事物。坚持这样做的许多年后，我的大脑中就建立了一个关于事情将会怎样发展的数据库，一旦有任何异动情况，数据库马上会在我的脑海中呈现出来。我习惯拥有与市场周旋的这种乐趣，并乐于发现我比其他人强的市场灵感。

还有一点值得注意的是，中央银行对市场的干预过于频繁，特别是在欧洲。由于他们总是试图将任何事情都控制在预定的范围内，所以往往会留下僵化固定的交易指令，但这并不是一个聪明的做法。中央银行总是每天给他们的货币设定一个期望值并试图将其货币价值固定，荷兰是这样，法国、德国也是这样，其他的欧洲国家也类似。

理论上来说，不同地点兑换法国的法朗与荷兰的基尔德，兑换比价当然应该是一样的，无论是在荷兰还是在法国，因为这本身是同一件事。但现实却可能不同，因为兑换比价恰好因为不同的交易指令而进行了不同的甚至相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反的交易。与此同时，我知道是谁下了较大的交易指令并知道其指向何方，因为我与所有的银行与客户端进行了联网。当不同国家的央行发出的交易指令信号不一致时，我将在一个交易中心下达交易指令，并在另一个交易中心以官方固定汇率相反的交易指令来对冲它们，从而赚取差价利润。这就是个时机把握的问题。

我在银行家信托公司工作的第一年，我们的团队在年度业绩1 200万美元的预算要求下，却超额完成任务，总共赚到了6 500万美元。经理找到我说："如果你可以和在纽约的这6个家伙一起做得这样出色，那么我想知道你在伦敦能干得怎么样？"这样，我被派到伦敦去从事有关流动性产品的交易，而在那里我学会了如何做债券交易。由于做债券交易比较符合我做远期交易的背景，并与我过去在拿骚做的业务有相似之处，所以对我来说这并不是全新的业务。但是，债券市场是一个更为深化成熟的市场，而且债券持有期限较货币市场通常要更长。

我很快意识到我并不太喜欢管人，我更愿意去管理风险。到伦敦1年后，我跟银行家信托公司说："我只想专注于欧洲市场上的风险管理业务，而不想承担太多事务性的管理责任。"他们认为这不是一个好的职务转换要求，但还是答应了，并派来了一个同事专门负责业务运作，而我专门负责管理风险。尽管我也有一个包括几个交易员的小团队，并与银行家信托公司的欧洲分支机构的整个风险管理部门联网，但我只需要对我自己的盈利与损失负责。

在那个时候，银行家的另一个交易员因亏损过大而自杀了，公司不得不下调了预期盈利约8 000万美元。我与那个操盘手并不太熟，但我认识他，那是个有些狂野冲动的家伙。我们曾帮助他买卖10亿美元左右的这样或那样的货币。他的事情使我认识到公司必须杜绝这种自营交易，尽管它可能带来可观的利润。由于我们是联邦储蓄保险公司（FDIC）承保的机构，我觉得监管机构迟早会限制我们承受风险的规模，所以我建议公司专门成立一个客户基金来缓冲风险，同时也能建立一个新的、稳定的收入来源。

银行家信托公司同意了我的提议并让我去负责筹办这件事，我从公司要走了4个客户——约2 000万美元的委托资产。1989年，我建立了这个初始规模为8 000万美元的客户基金，这是分散化的投资于高收益产品（相对于低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益的货币类产品而言）的基金。换句话说，我们致力于从市场中获取风险溢价，其核心在于寻找那些被市场低估价值的产品。

第一年，我们的利润增长了45%，同时管理的资产也增加到8亿美元。第二年，利润增长了35%。我已经记不清后来那个基金规模增大了多少，但我意识到我已经不太需要依托于银行或投资公司来赚钱了。当我意识到这点后，我觉得没有必要每天都去办公室上班。所以，我辞职并建立了自己的猎鹰基金，从管理4个委托账户开始。

从什么时候开始，你确定自己是一名优秀的交易员？

我发现我很能赚钱是从我在美洲银行的纽约交易室里开始的。在那里，除了墨西哥的比索与委内瑞拉的玻利瓦，没有其他的交易，我只需要对这两种交易的盈亏负责就可以了。

在银行家信托公司，我开始意识到在数字面前我是绝对理性的。损失并不太影响我的情绪，因为我将它们看成是一种概率发生的必然，总是在某些时候要发生的。糟糕的日子、糟糕的星期甚至糟糕的月份，永远不会影响我在下一个交易日积极地去与市场周旋。直到今天，我的妻子也不知道我何时在市场中损失巨大，又何时在市场中盈利颇丰。

过于情绪化容易导致失败吗？你是否能够列举一下其他交易员在这方面的事例？

是的，当然是这样。我有自知之明的另一个表现就是对自己非常了解，而这恰恰是许多其他交易员所缺乏的。尽管我赚过大量的钱，但我真的觉得自己有时候仍然很无知。仔细算算，到目前为止，我给我的投资者及雇主从资本市场中赚了超过20亿美元，这看起来像是一个较大的成功。我可以说是相对富有且活得自由自在，但我从来没有认为自己会比其他任何人聪明多少。我所知道的仅仅是，每一天持之以恒地努力寻找与分析，可能会发现一个比其他人更好的交易机会。因此，我也会时常觉得自己很无知。

过去许多年，我认识的好多交易员都自认为他们在应对市场方面要比其他人聪明，直到其他人或其他事证明他们的这种想法是多么的可笑。我发现一旦当市场否定他们的自大时，这种自以为是通常将导致非常巨大的灾难与损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在招聘交易员时你期望什么？

这是一个很难回答的问题，因为我从来没有能在事前就先知先觉地找到一个好的交易员。通常很难识别一个人究竟是一个好的交易员，还是一个好的分析员，因为这二者并不总是一致的。现实中，总有一些人善于思考如何去赚钱但他们却赚不到钱，而另有一些人并不太善于思考赚钱的方法但他们事实上却很会做交易。如何去识别一个人是勤于思考的还是善于操作，对我来说可以说是随机的，没有太好的办法。

在银行家信托公司，尽管我们采用了各种各样的新方法与新点子试图去挖掘交易天才，但总是没能做到。我们很乐意雇用国际象棋冠军或是西洋双陆棋冠军，因为我们觉得交易有些类似于博弈的游戏，但是实践表明，这些人没有一个能真正干得非常出色。总的来说，没有两个天才是相同的。不是我们不努力，但确实是没有能找到如何事先识别交易天才的可靠办法。

对于那些准备像你一样，20年都以资金交易作为自己人生旅程的年轻交易员，你有什么好建议给他们？

他们应该尽可能尝试去做每一种可能的金融交易，以丰富其阅历。我从来没有约束我自己只做某一类的交易，或是只在一个国家做交易，因为最能锻炼人的、最刺激的交易可能发生在世界上的任何地方。我的建议是，你也许不必过于在意自己是否能成为某一领域的顶尖专家。即使你觉得今天自己不能胜任某一领域的工作，但这并不代表明天你仍然不行，特定专长的要求有时被过于夸大了。

詹姆士·索威奇（James Suroweicki）有本书名叫《群众智慧》（*The Wisdom of Crowds*），书里面包括的大量例子可说明，按一群人的不同意见做事的平均结果，要大大优于依据专家意见行事的结果。我们有时错误地倾向于把别人当成是专家，比如，假如你问一位货币专家汇率正在如何变化，这些专家犯错的可能性，并不比随便问几个街上的路人犯错的平均概率要低多少。

好的交易员，必须学会如何处理一些人们的偏见与跟风行为，比如关于市场信息。市场传闻通常会使这些自由交易的基金经理的交易判断受到影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响，因为他们在市场中直接接触到这些传闻。但是，总的来说，与这些传闻保持一定距离并将之转换为数字信息是一个不错的主意。如何权衡流言的真假，没有一定之规。我们需要一些定量分析，通过分析资产价格便宜或昂贵的隐含意味，来判断价格便宜或昂贵的内在原因。因此，我们需要将市场传闻与价值分析相结合。流言依然是不可忽略的，因为它会对市场的其他参与者产生影响力，并推动市场的变化。如果市场中没有任何传闻，而价格又便宜，那也许它就将永远便宜下去。但是一旦涉及到某个市场传闻，那么在你相信它之前，你首先要去观察关于它的数字信息，然后再将二者结合以做出正确的交易决策。

你从哪里获取你的市场传闻信息?

我会阅读大量的书籍与研究性文章，订阅研究服务机构的文献，同时我会非常认真地研读《经济学家》杂志的相关文章。如果有人问我怎样涉足于全球宏观投资领域，我会告诉他从订阅《经济学家》杂志开始，并坚持每周都读它，然后想想你这一周都从中学会了哪些你从前不懂的知识。

如果你了解到有一个新油田被发现，就应该开始思考它对交易的影响是什么。互联网也是一个很好的获取信息的渠道，在你下网之前，一定要尽可能地研究一下你所读到的东西，并尽可能地思考世界上发生的任何事情与资本市场的关系。建立个人的交际网络并与一些聪明的人交流，也是非常重要的。

另外重要的一点是不要害怕提问，更不要害怕被人认为是无知。当你听到一些有趣的事情时，要学会倾听别人的意见，并积极地参与其中并追踪其发展动态。不要只是想“哈，这是个有趣的主意”，结果1年后发现你本该购买的公司股票已经涨了500倍。你永远不要对自己说可能、将要和也许。当我发现一个并不太了解但确实能引起我注意的东西时，我会投少量的钱进去看看会如何，就当是买了一个便宜的期权。

如果你拥有的仅仅是《经济学家》上的市场信息，你自己将如何操作呢?

我想，我也有我自己的选择与判断。如果我只依从《经济学家》的话，我的投资组合应该马上转为持有下个10年的亚洲股票资产。世界已经分化为一个生产中心（就是亚洲），一个消费中心（就是美国）。亚洲人口增长很迅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速，人们以很低的工资一周工作60小时。另一方面，美国人一周只工作40~45小时，他们却为了购买更多的物品而借贷消费。欧洲与这两个地区相比，既不是积极的生产者也不是积极的消费者，而且人口增长也十分缓慢。

作为一个投资者，我当然愿意投资于生产者而不愿给消费者投资。但是在亚洲市场，我也同样打算购买价值增长型股票而不是当前增长最快的股票，所以我会把所有的亚洲股票再进行详细分析，并从中尽可能地选出最有价值的成长性股票。

我购买了许多泰国地产商的股票，因为泰国拥有双顺差并且发展得很快。同样，我也持有了许多印度、韩国及香港的证券资产。但是，我不愿意做多中国的股票，因为我不太适应那里的法律条款与交易规则，但是我真的相信中国目前做得非常出色，所以我正对那些与中国做生意的人加大投资，这也算是间接投资中国吧。

你认为未来10年，亚洲面临的最大威胁是什么？

一个威胁就是石油价格持续保持高位，而引发的另一场亚洲危机。石油价格将在相当长的时间内维持高位运行，这将使投资者在许多时候都能撤资。如果油价涨到80美元/桶，并在这个价位上保持较长时间，这必将触发通货膨胀，我想我也不得不离开亚洲市场了。另一个风险就是金融全球化不但不前进，反而退步了。如果全球交易量突然开始萎缩，保护主义开始抬头，我也将逃离亚洲市场。保护主义是一种以邻为壑的无效政策，因为全球总财富会下降。

印度与巴斯斯坦之间的核战争，也是我对亚洲问题的一个担心。尽管从长期看来，他们之间的互相毁坏应该使你买进这两个国家的资产，但这种灾难的爆发肯定会对现有的投资造成极为不利的影响。与核战争听起来同样恐怖的是，未来30年内这两个国家的人口迅猛增长也将是个大问题。

灾害与不幸发生的时候，总是一个进仓的良好时机吗？

是的，看看俄罗斯、博茨瓦纳以及土耳其的情况，就知道事实就是这样。比如，当土耳其1999年发生大地震时，我们买进了大量的玻璃制造商的股票，因为我们知道每个人都将不得不重建他们的窗子。土耳其股市当时所有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票均在非理性地下跌，我们就在这个时候尽可能地买进了大量的玻璃制造商的股票。

这个机会是由人们根据新闻报道产生恐慌的结果带来的。新闻是随机发生的，当它表面上听起来是个坏消息时，但是那个时候听起来通常并不太容易想清楚新闻的发生究竟会产生什么后果。轻易因为新闻就改变你的头寸，往往并不是一个好主意。这就是我为什么喜欢期权的原因之一，期权几乎承载了精确的定量风险管理的所有方面，它就像雇用了某人作为你的风险管理者一样。在管理风险的同时，我知道自己在未来6个月内还持有其他标的资产。即使在持有期权时，其价值已下降了许多甚至是一文不值，我仍然将持有期权，因为你永远不知道未来会发生什么？

我曾经持有一个一年期的欧元利率互换期权，在我买完它后不久，它就变得毫无价值了。然而，离期权到期日还有两个星期的时候，互换利率突然向我的有利方向变化，并达到了我的期权合约中执行价格。这样，在我持有这个一文不值的期权合约11个月后，我以当初购买它的5倍的价格卖掉了它。

自从你开始管理自己的钱时，你对期权的使用增加了吗？

自从我开始居家理财以来，我更频繁地使用期权，但部分是因为期权市场本身在过去10年间增长壮大了许多。当我最初开始交易货币时，期权甚至还没有出现。现在，你几乎可以找到关于任何标的产品的期权，而且买卖差价很少。一般说来，我喜欢把期权当成是管理我自己的资金风险的缓冲工具。有了它，我晚上睡得更加安稳。

谈到灾祸，纽约世贸中心遭袭击对你的投资组合有多大影响？

我真不记得那次灾祸对我的投资有多大影响。我可能赚了点也可能赔了点，但如果一定要我努力猜测的话，我想我们可能赚了一点点钱，这也多亏了我们持有的是净期权多头头寸。平均来看，当灾难发生时资产价格波动性将上升，因为每个人都会变得神经兮兮，会增加了对保险的需求。“9·11”事件对我的一个影响，就是再次证实了这样的投资原则：你的投资组合中绝不能留有尾部风险，因为事情的变化总是无法准确预料的。

我愿意举一个例子说明，在剔除尾部风险方面我是多么的小心。在2000年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市泡沫破灭之后，美联储开始降息，我认为美国有可能像日本那样陷入通货紧缩。我买了关于前端利率的蝶式期权组合，具体来说就是，我买了一个执行价格为2%收益率的期权，同时卖出2倍份额的执行价格为1%的期权。这样，只要利率在0%～2%范围内的任何位置浮动，我们都将赚到钱。而且，这个期权组合的费用很低，我们最大的支出，仅仅出现在当利率恰好停留在1%时。

同时，我们坚持持有银行卖给我们的执行价格为0%的期权，这样当利率降到0%以下时，我们也仍然不怕。银行问我们，为什么还要买入这种期权，我的回答是："我不知道，也许会有人在纽约放核弹，利率将会下降为-25%；如果那样，我就赚大了。"结果，他们都觉得十分可笑。

实际上，我曾与另一个对冲基金经理有过较大争执，后来他跟我说他就是通过银行卖给我0%执行价格期权的那个卖方，他认为我对于市场波动性的支付过高了。我听了以后大笑说："波动性与这个决定无关。当我们事先已知道一种可能不会发生而另一种可能性非常高时，波动性就是一个愚蠢的概念。但是，长期资本管理公司也认为，他们的资产组合只有六百万分之一的机会可能破产。"

隐含波动率是一个基于历史数据的波动率，但谁会真正在意过去呢？他们是相对无关的。巨额损失可能在未来第一次发生，它不出现在你依历史数据拟定的损失分布曲线上，你无法确定它们的大小。如果某种损失从未发生过，你如何对冲它呢？避免这种未知风险的唯一办法就是完全剔除尾部的未知风险。

在你的交易生涯中，哪一次是你最喜欢的？

我印象最深的交易只赚了很少的一点点钱，但那是第一次——我通过基于相信自己能比别人更好地应对市场而赚钱。

这个交易是针对瑞士法郎拆借利率的隔夜交易，那次我觉得第二天瑞士法郎的利率将大幅上升，于是我就主动出击买进了几十亿美元的瑞士法郎——为期是一天的远期合约。结果第二天，我发现我赚了1个基点的收益，因为我以2.5个基点的展期利率获得那笔借款，但却只需要支付利率为1.5个基点的利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然赚得不多，但我妻子依然记得我在午夜高兴得跳起来并大叫："我赚了，我赚了"的情景。这是我第一次觉得自己能看透我关注的事物并真实地做到。我感觉到了自己有做事的能力，并意识到自己能赚到钱——主要是因为自己拥有与客户定单或银行头寸周旋的才智。那时，对事物控制与把握的成就感和拥有创造力的快感很明显地同时向我袭来，那种感觉真是妙极了。

能谈谈赚得最多、最得意的交易吗？

最赚钱的交易并不是一次简单的交易，而是一种与市场博弈的策略以及在交易过程中积极将之付诸实践的综合性交易。把这种理念应用到高收益货币与低收益货币的对比转换中，曾是我最赚钱的交易秘诀。记得有一次我管理60亿美元的资产组合，运用这种交易策略，我大量购进了那些正受市场攻击的中央银行的货币头寸，并持有它们长达数年，结果我获益匪浅。

远期汇率偏差

有关远期汇率的经验研究表明，人们往往倾向于高估汇率的变动。根据无抛补利率平价理论，远期汇率是未来即期汇率的无偏估计，这意味着一份远期合约的期望收益等于0。然而，在现代浮动汇率的时代，经验性的事实表明以主要货币的远期汇率来预测汇率变动，其结果往往比后来实际发生的汇率变动要大。这样，折价卖出的远期合约，平均来讲能产生正的净收益；而溢价卖出的远期合约，平均来讲则会产生负的净收益。

我非常善于做的一件事就是借鉴并学习别人的好主意。事实上，我并不是最先发现这个远期汇率偏差的人。银行家信托公司有个伙计从投资组合的角度发现这个偏差，并写了一点关于该偏差的体会。我在多对不同的个体货币交易中察觉到了这种偏差的存在，但从来没有从投资组合的角度去深入思考。总之，那个同事打算把他的发现用在交易中，但由于太谨慎而始终未能实际去做。

我问他："为什么你不实际操作一下呢？"

他说："不敢，因为有时候你可能会低估风险，从而会亏钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我说："这么谨慎，你在开玩笑吧？"

接下来的一周，我首先投了10亿美元进行这种远期汇率偏差的套利交易，当我发现它确实有效时，我就渐渐越做越大。那个时候，没有任何别的人做这个交易。从1986年开始，我就大量地在投资组合中进行这种交易，而且在银行家信托公司期间从没有亏过一次钱。我总是能及时避开货币贬值，因为只要你仔细观察那些发行币种的央行，就总会发现一些清晰的信号，而这时的我将坚决地选择清仓离场。贬值是一个逐步的数字游戏过程，你不要试图去抗拒大势或努力寻找赚那最后一点盈利的机会，一旦形势不对应及时清仓。你可以等待，等不利的行情过去了你再回来，然后继续开始做交易，机会有的是。

当然，有一次，在我离开银行家信托公司之后不久，我持有的币种也出现了贬值亏损。那是在我开始为自己做交易后，我做多的芬兰币贬值了。当时，我有点过于自信以至于有些犯糊涂，因为在那之前做这种交易我从未失败过。那次亏损，提醒我必须继续保持谦逊的心态来对待市场，永远不要以为自己总可以站在市场的前方。

在过去几十年间，你除了持有芬兰币产生亏损外，市场有没有在其他时候还给过你教训？

在1987年的股灾中，我也亏了点钱，但损失不大。那一天我损失了900万美元，但那个月我的盈利已有1 000万美元，结果总的来说我还是赚了100万。我也曾在其他的交易中有过令人惊心动魄的失败经历，但损失都不算太大。比如，我曾试图运用高收益与低收益匹配的交易策略进入亚洲市场。为了创造利润，我在香港市场上买进股票，并同时利用恒生期货卖空它们，以便在保持股票现货较小的风险暴露的同时产生较高的港元收益。然而当1997年10月亚洲的股票市场崩盘时，香港恒生期货市场事实上也闭市了。突然间，我感受到了信用风险。我持有这么多香港股票，但却不清楚能否利用期货来对冲它们下跌的风险，因为当时有传言说香港的期货交易将永远关闭。

面对俄罗斯卢布贬值与长期资本重组，你是怎样表现的？

事实上，1998年是我最顺的一年——那一年我的净收益大约有90%。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是在那年秋天介入那场金融风暴的，当时我持有了大量波动性的管理工具。当美联储开始降息时，由于我持有了那么多的欧洲美元的期货期权，我大发了一笔横财。在那年六七月份我投入了600万美元买进期权风险贴水，结果在9月份就涨到了4 800万美元（参见图4-1）。

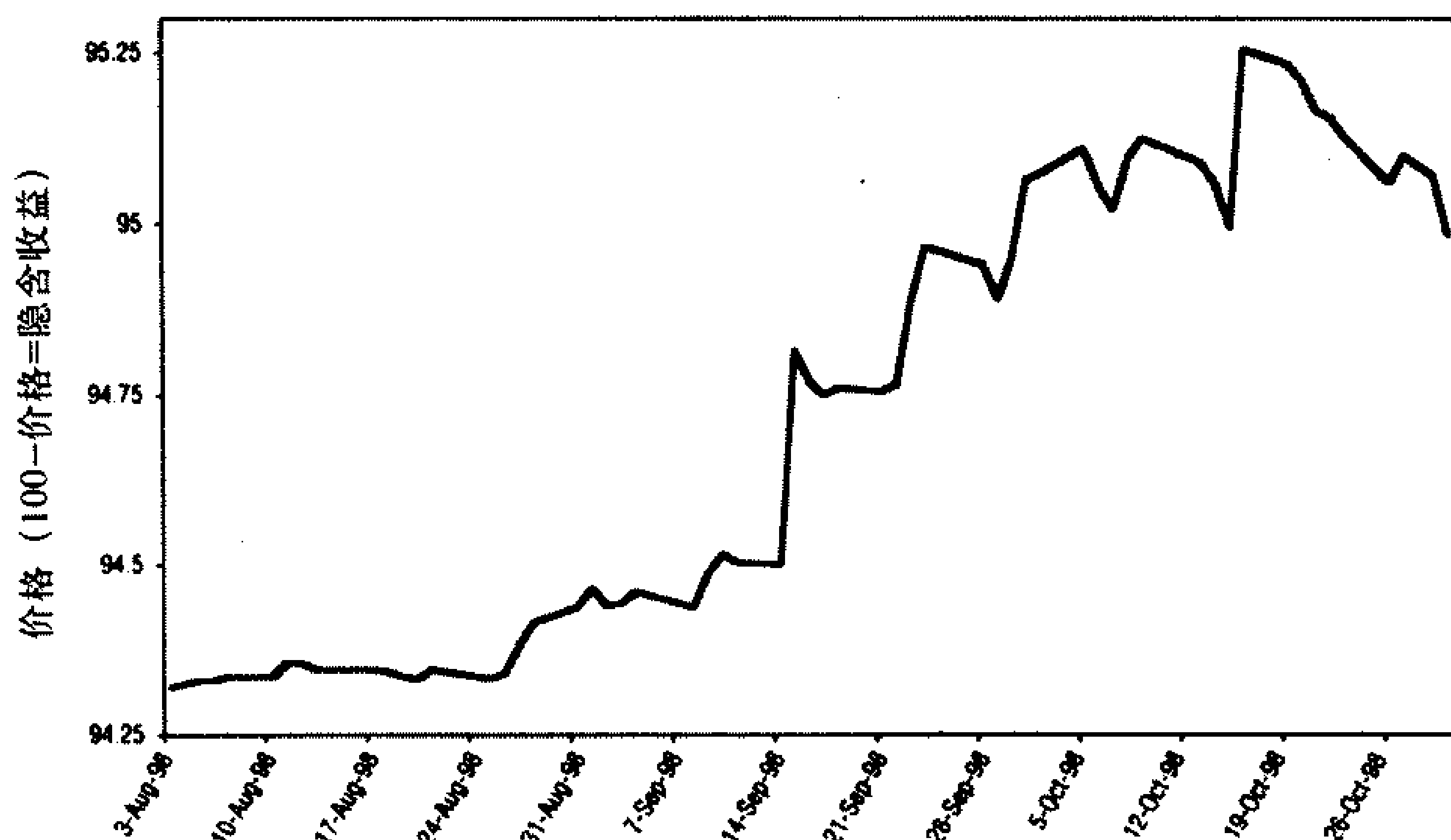


图4-1　欧洲美元期货，1998年秋

资料来源：Bloomberg.

我并不太清楚未来将发生什么，但我想这世界是疯了。波动性管理产品的定价如此之低，这意味着未来将风平浪静，而当时的情况并不是这样。我在几个不同的市场中购买了1年期的期权，因为我并不能确定未来。我并没有想到有两件这样重大的事情在一个月里同时发生，但它们确实发生了，结果我们赚大了。

当长期资本公司重组时，在华尔街漫天飞舞的都是有关对冲基金破产的各种各样的谣言。我接到了摩根信贷部门打来的电话，他们告诉我他们将和我们像过去一样继续做交易，因为他们相信我的公司永远不会破产。他们说他们比较担心其他的对冲基金但并不担心我们，因为我们总是持有许多波动性管理工具。他们在电话中最后说，这可能是你最走运的一个月了。确实，就是这样的。那是一个让我愉悦和感到高兴的电话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是否认为我们现在也处于类似状况：相对于现在不平衡局面的形成与扩大，波动性管理工具定价过低？

是的，但那是在预见到某些事件即将发生的情形下才应该这样认为，因为你肯定不愿意浪费许多金钱与时间来等待这种事件的发生。1998年，由于某些原因，我感觉到某些不好的状况正在恶化。这或许是由于1997年的亚洲金融危机使我变得有些神经质了，我觉得还有些不利因素没有爆发。就现在来说，我认为也有许多不利因素正在形成，但我无法确定我们是否已接近于另一场危机的边缘。

我现在比较担心的一件事就是，信用风险成本太低了。信用违约互换市场发展得十分迅速，信用衍生工具的应用现在到处都是，然而人们并不太了解他们自身具体所承受的究竟是哪种风险。我认为很多像鲍勃·雪铁龙（Bob Citrons）一样采用许多信用衍生工具的人，并没有认真思考过一旦情况不妙他们将损失什么。

人性的贪婪通常会使人们单方面地关注交易的盈利，这是非常危险的。现在市场环境的现实是，人们都在追求高收益但市场整体收益相对很低。要解决这一问题，一个办法就是采用衍生工具，你需要让渡一点额外收益给那些与你对市场有相反看法的人。市场可能向任何方向变化，包括那些被预计是最不可能发生的方向。

你在交易时是否总是特别关注交易的风险？

对风险我是中性的，同时关注交易的收益与风险。我要强调的是，通常人们更偏向于去寻找并验证某些所谓的有利信息。当人们对市场看涨时，他们倾向于专挑出那些与他们读到的支持市场上涨的评论，反之亦然。很少有人会去注意那些与他们个人判断不一致的逆向信息。关于人们是怎样去处理与解决问题的，心理学家曾做过试验，结果发现人们习惯于去寻找那些与他们潜意识相一致的信息，而容易忽视那些逆向的信息。

我在做交易时，特别关注那些与我个人判断相反的信息与证据。这是一个很难的实践操作，我不得不不断地问自己：为什么某件事会变得更糟，而不是为什么它会越来越好？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鲍勃·雪铁龙

1994年12月，加利福利亚奥兰治县联合投资组织遭受了超过16亿美元的损失，创了地方政府投资损失的记录。这导致了后来奥兰治县政府财政的破产。奥兰治县的财政局长——鲍勃·雪铁龙，是75亿美元市政基金运营的最后责任人。这个市政基金主要是为奥兰治县的学校、特殊城区及地区的工程项目以及城市自身运转所需的一般性公营业务提供融资。雪铁龙重仓并持有了反向回购协议与反向浮息票据。浮息票据是一种利率衍生工具——当利率上升时将支付低利息，而利率下降时将支付高利息。因此，这种衍生证券对于利率变化极为敏感。雪铁龙的高杠杆策略——通过反向回购协议，资金杠杆大大提高了——是基于利率要么保持不变要么下降的市场预期的推测。在那个时期之前，由于长期利率通常会高于短期利率，雪铁龙选择了借长贷短的操作策略。然而，1994年美联储开始了一系列的加息，这导致短期利率的迅速上升以及收益率曲线的走平。对于任何投资于反向浮息票据的投资者来说，同时还要满足反向购回协议的担保需求，这简直就是一场灾难。

你如何理解全球宏观投资策略?

全球宏观投资策略是乐意去敏锐地抓住每一个机会，从微观形势到某个特定国家的状况这种机会可能出现在每一个资产类别与全球的每一个国家中，全球宏观投资策略通常是自上而下的国家分析与自下而上的公司微观分析的结合。在许多情况下，当我们做出国家层面的投资决策之后，还要根据我们的宏观视角来仔细钻研那些业绩表现良好的公司。

打个比方，看一下前南斯拉夫的例子。从投资的观点来看，我们觉得这是一个值得投资的地方，因为我们相信欧洲希望展现出他们重建南斯拉夫的能力，以证明他们并不只是擅长派军队到那里去。同样，尽管波斯尼亚是一个穆斯林国家，而且面临着土耳其加入欧盟的问题，但欧洲人却急于想表明他们并不反对穆斯林，问题仅仅是土耳其的自身。这样，我们可放心地在前南斯拉夫地区投资，因为在重建这个地区的政治议程的大背景下，资金将蜂拥而入。但问题是，你无法去兑换南斯拉夫货币，南斯拉夫也没有债券市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样我们不得不涉足于股票市场。可是南斯拉夫也没有连续可靠的股价指数，因此我们不得不从这些公司的微观细节下手，以决定应该买哪只股票。我们喜欢南斯拉夫的宏观层面的原因是它即将被重建，我们买了大量塞尔维亚的建筑类股票以及基础设施类的股票，像电信、能源和许多波斯尼亚公司的股票。这就是一个用微观风格来表达宏观主题的典型例子。

全球宏观投资策略仅仅表示你将自上而下地展开分析与工作。开始这项工作的一个简单办法，就是区分出状况良好的国家与状况糟糕的国家。我们将双顺差的国家定义为状况良好的国家，而将双赤字的国家定义为状况糟糕的国家。当我们发现一个经济形势不错的国家后，我们做进一步分析并自问："我们在这个国家能干些什么？为什么这里形势会这么好？"当我们发现一个状况不佳的国家后也会自问："这个国家哪个部门是最糟糕的？根本的问题出在哪里？它的货币会贬值吗？这里的股票市场是否会崩盘？"

发现一个经济状况良好的国家并不意味着我们必然将做多他的货币或是他的股票。在特定的时点，每个市场都可能存在买卖的良机。以美国为例，它是一个双赤字国家，我们可能今天卖出美元但并不意味着我们同时也必然在美国股票市场上做空。

全球宏观投资策略意味着在我们准备开始投资时，我们要去寻找哪些国家、哪些资产种类值得我们去投资。一旦我们确定了大体的投资对象，我们仍将尽可能深入地细研它的投资价值，就像那个国家本土的微观管理者专门专注于个股的价值分析一样。以印度为例，我特别喜欢印度，在印度市场上我可以做许多事情。我可以买卖卢比，可以投资于印度债券市场，也可以投资印度股票。最有挑战性的是进入印度的股票市场，这样我将出去寻找那些印度最好的投行高手，和他们深入交谈，从而帮助我识别哪些股票应该买。不要简单地因为我是一个宏观投资者，就误以为我不会从微观的策略来观察问题。

自你从业以来，全球宏观投资策略都有些什么变化？

首先，作为一种趋势，越来越多的钱已被投入了全球宏观市场。其次，市场交易策略变得更为定量化与分析化。当我们20世纪七八十年代开始做交易时，做交易主要是靠内在的直觉。那时候，做交易是很愉悦的，但不久

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们就变得有些科学化与定量化了，就像现在的某些情况一样。

目前，为了说明全球宏观交易策略的变化，我花了许多时间去思考实钱理财与对冲基金的差别，琢磨为什么它们彼此不同？我们都在同一个市场中游戏，为什么对冲基金经理与一个运作良好的现金管理的经理创造的回报差别如此之大？

当你看统计数字时，你会发现这二者具有不同的收益分布曲线，二者之间并不相关。从投资分散化的角度来说，进行组合投资确实是一个有吸引力的主意。但由于我主要是管理我自己的钱，我倾向于在长期内创造最佳的投资回报就可以了，这样跑到“风险-收益曲线”的有效边界之外去追逐长期高收益，对我来说具有很大的吸引力。

我总结了对冲基金与现金管理之间的三个主要差异。第一个是风险管理，风险管理是关键，而精明的管理是理财。像哈佛管理公司（Harvard Management Company）或耶鲁大学基金(Yale Endowment Fund)，主要依靠投资分散化作为风险管理工具。他们既没有止损工具，也没有对其投资组合进行微观管理。他们开始对资产进行组合分配，然后又重新调整它们的权重，事实上这样做在许多情况下增加了风险。

实钱理财

实际现金，或称为实钱理财，是那些“只做多不做空”的资产管理者的一个专业术语。实钱理财这个术语相对于对冲基金而言，意味着实际现金是以无资金杠杆的方式进行管理的，而对冲基金则时常是对借来的钱进行管理。比如说，公司的养老基金、大学的捐赠基金、互助基金或公众的养老基金，都属于实钱理财的范畴。

我们可以用一个简单的案例来说明这个问题。比方说，实钱理财管理者开始将资产投资于债券与股票各50%，但后来股票下降了20%。这样，他们现在大约持有的投资组合是45%的股票与55%的债券。为了使其资产组合分配的权重保持稳定，他们卖掉了一些债券以买进一些股票，从而使总资产中股票与债券的比重重新调整为各占50%。如果股票市场再下跌20%，他们又再将做同样的操作，以保证股票与债券的权重大体稳定。最后，如果股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场像俄罗斯市场或纳斯达克市场一样不断下跌，那么他们将随着时间的流逝承受越来越多的风险，并使资产价值大大下降。

实践理财与对冲基金的操盘策略完全不同，后者将在设定的止损点坚决止损。许多时候，对冲基金经理会察觉杀入市场的风险损失可能会高于场外观望的踏空成本，他们会宁愿持有现金而保持空仓或轻仓状态。然而，实践理财的投资哲学是，如果我不持仓，我就无法获得风险报酬，而这恰恰是我在长期内要获取的目标。这种投资信仰与思路上的差异，或许可以很好地解释为什么实践理财与对冲基金在市场上的表现存在如此巨大的差异。

实践理财与对冲基金的第二个差异是是否具有杠杆效应。前者并不采用财务杠杆，它们的投资组合规模的大小仅仅局限于它们管理的资本数量。如果用捐赠基金或养老基金的一部分钱投资给对冲基金，而这个对冲基金的经理采用了6倍的财务杠杆，当然这时实践理财经理也承担了一定的财务杠杆，但最大风险也不过就是针对他投到对冲基金的那部分资本。这有点类似于购买一个关于该对冲基金的期权。

对冲基金或宏观基金，与实践理财的第三个主要差异在于它们的资产选择偏好不同。对冲基金经理更愿意或者说被允许去挖掘那些高风险高收益的溢价报酬，而在许多情况下，实践理财经理却不能或不被许可进行这样大胆的进攻性投资。总体上来说，我相信实践理财基金也同样想通过投机风险溢价报酬来赚钱，因为完全看空风险溢价将很难得到可观的投资回报。也许在少数时候，市场崩溃或暴跌给我们提供了大量吃进廉价筹码以获暴利的机会，但更多的时候，长期来看你只有看多市场才能持续稳定地获得回报。

看多持有资产是比较容易做到的，长期来看也是更正确的选择，资本市场将因为你承受了风险而回报给你风险溢价。如果你期望精明理财，你只需要把你的钱交给专家就可以了。通过投资组合及长时间的运作，你可以相信你会在未来得到较好的投资回报。只要耐心等待足够的时间，你一定会因为持有的资产承受了风险而获得超额回报。所以，如果你想运作你的资金，净持有资产是一项非常正确的选择，这就是做多。但为了获得风险回报，你仍将不得不加倍小心地选择入市的时机。

回过头来再看看规模较小的实践理财基金，为获取风险溢价报酬，耶鲁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金有7类资产作为投资范畴，哈佛管理公司则有11类。问题在于，哈佛管理公司为什么不投资于第12类资产呢？他们应该关注其他一些与其投资领域不相关的资本市场（如外汇市场）作为其获取风险溢价的来源。一旦他们发现新的投资渠道，他们可分配一定比例的资金投于其中。根据马可维茨的理论，得到更为有效的投资组合边界可以更好地将风险分散化。但是，哈佛管理公司没有这样做。像外汇市场或期权市场这样的资本种类，尽管事实上能够带来风险溢价的回报，但却没有被作为他们的投资范畴。

作为对冲基金，我们将不设限地寻找任何可能的投资机会。货币市场是全球宏观对冲基金特别青睐的一个市场，我们通常在那里能获得可观的风险回报。我可举出3种货币风险溢价的类型，但我认为任何实钱理财经理都没有去认真地想过如何才能系统地从中谋利：

1. 高收益货币与低收益货币。

当谈到我为银行家信托公司操盘基金运作时，我们先前曾讨论过这个话题。这是一个比较容易操作的交易策略，目前有大量研究都在探讨如何做好这种交易。有时这种策略不会奏效，但更多的时候，它会给你带来令你惊喜的回报。当暂时贬值的货币市场确实如投资者预期的那样走好时，长期来讲市场会给看好它的投资者以更高收益的超额补偿，投资者从而可以获得风险溢价的报酬。

2. 短期期权实际上隐含了保险费的存在，这意味着资产价格的短期波动率会非常高。

人们购买短期期权，其动机是他们预期未来会有一个巨大的变化，他们可利用这个变化导致的资产价格的巨变来套利。他们投入一点点期权费，希望能赚一大笔，平均来讲这种交易确实投入不多。尽管这种交易赚的时候的确能赚一大笔钱，但如果他们只做一个方向的交易，最终还是可能会亏钱。同时，如果一个交易员只是单向地卖出短期波动性合约的话，平均来讲他可能只会赚到一点小钱。这是一种很有意思的交易，它与在赌场中的博弈游戏没有太多的不同，基金经理可从这种博弈游戏中抽取到风险报酬。

3. 相对于期货的日常波动性，长期期权定价要贵得多，但比期货即期价格变化本身仍然要低许多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们必须分清波动性与货币未来即期价格变化之间的区别。由于期权卖方（投资银行）要每日对冲其持有的现货头寸风险，他需要通过卖出期权来赚钱。另一些期权的买方并不完全对冲其现货头寸风险，而是允许现货头寸价格远离执行价格而自由地漂移在市场价格左右，以利用标的货币的有利价格的变化趋势来赚钱。这样，长期期权的买方与卖方都可以赚到钱。期权卖方的利润来源于从日常波动性中抽取的期权费用，而期权买方的盈利则来源于对现货市场的价格趋势行为的正确判断。

外汇市场上另一个显著特征是外汇市场上的日常波动性异常地高，对信息不确定性的估计通常被人为放大了。例如，2001年7月欧元兑美元汇率从底部大约0.83美元开始启动，到2004年1月已上升为1欧元兑1.28美元（参见图4-2）。在900天内欧元大幅上升了45个点，平均每天大约有5个基点的涨幅。假定1个月的期权平均能够覆盖当月货币波动风险的10%，这相当于平均每天日常波动范围约为75个基点。这样信噪比约为1：15，也就是说，价格波动中的噪音含量约为真实价格信息的15倍。

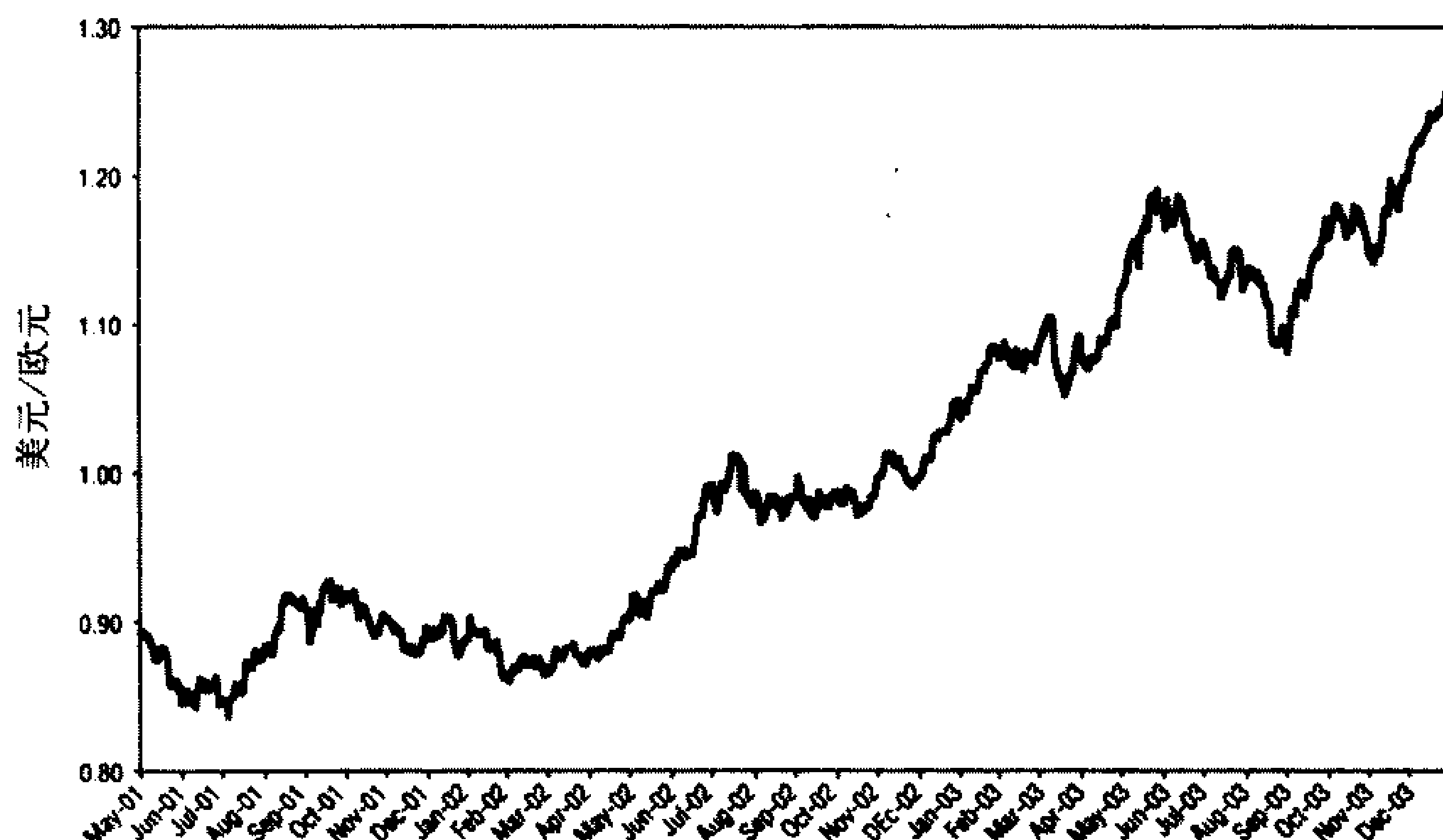


图4-2 欧元：2001～2003

资料来源：Bloomberg.

噪音毕竟只是噪音，不会真正驱动货币价格的变动，它在长期内对价格的影响必然会大体上达到正负抵消。认识到了这点，我们在交易中就可以采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取均值回复策略。短期内的每天或每周都进行均值回复操作，是一种十分愚蠢的做法。你只需要在市场变化到你事先设定的卖点时，你才需要去卖；而当市场变化到你预定的买点时，你再把它们买回来，在此期间你要学会等待。平均意义上讲，你将会随着时间的流逝而赚到钱，或者说获得风险溢价报酬。

总的来说，你可能会因为购买期权而花销过多，但你并不介意这种投入？

是这样的，特别当你购买的一个月期权刚到期结束时，你可能会觉得所花的期权费用过多。许多人认为期权费用被定价过高，因为有研究表明市场隐含的波动性要高于其实际波动性。情况往往就是这样，期权卖方之所以愿意卖出期权给你是因为他是想借此赚点钱。期权买卖双方的差别在于，期权卖方通常是打算德尔塔对冲一下其现货价格风险，而买方却未必有这种动机，这样你就必须给卖方补偿一定的额外风险贴水。你必须认识到在事前购买期权所多花的期权费并不冤，因为你并不需要对现货头寸进行德尔塔对冲，你也不需要设计起草期权合约，但市场中有人需要。期权卖方需要德尔塔对冲现货头寸的价格波动风险，也需要设计签售期权合约，而你则需要为他的这种工作多提供一点补偿。因为在设计合约时，没有人事先知道未来的波动性有多大，尽管后来得知期权的隐含波动性要大于市场的实际波动性。

我们曾对外汇期权市场进行过一个专门研究，采样的时间追溯到1992年，样本范围十分广泛，包括了许多组货币，而其1年期的鞍式期权每天都被买进。结果发现隐含波动率在年度水平上确实要高于实际波动率，但即便这样购买鞍式期权仍然是赚钱的。对这种结果的一个合理解释是，1年期鞍式期权的购买人其动机并不在于德尔塔对冲风险，而是为了专门投机于未来货币市场价格大大偏离于期权的执行价格从而牟取暴利。在一个较长时期内市场中有可能会出现这样的机会，市场价格较大地偏离1年期鞍式期权合约约定的执行价格，从而使期权的买方在扣除其期权购买费用后仍有盈利。

举个简单的例子，假定欧元每天中午会向上升10个基点，市场认为这种情况下波动性为0；一年后欧元将升值22个点，因为一年有220个交易日。如果1年期鞍式期权约定的执行价格为1.2美元/欧元，当1年后欧元实际价格为1.42美元/欧元时，二者价格就产生了较大偏离。同时，卖给你期权的卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方会跟你说："伙计，你为那个期权合约超额买单了。实际的波动性为0，而我是以9%的波动率来定价收取期权费的。"这时，你也许会觉得不合算。

然而，这并不是一个没有大脑的愚蠢交易。因为你在支付4.5%期权费的同时，你却可从货币市场获得约15.5%的回报。现在，这种交易是我们坚持必须去掉的一件事。每个星期五，我们都会外出去购买1年期的鞍式期权。我承认这样做有点笨，但我认为未来1年的某个时候，购买的这个鞍式期权总可能会出现对我们有利的价格背离趋势，这样我们就能大赚一笔。好了，现在来回答你的问题，是的，我们确实会因为购买期权而超额买单，但这并不表示我们不能赚到钱。如果期权的到期日足够长，价格变化趋势有可能会变得对我们十分有利，这时那点多支付的期权费用就算不上什么了。

在你的整个投资组合中，这种期权交易占多大比重？

我们并没有太刻意去关注这个问题。如果从当前开始的1年内每年货币的即期价格恰好又等于它1年前的价格时，实际中我们会根据能够承受的损失来决定期权买卖的多少。假定许多种货币两年内的价格行情都不变，它们的期权自然就不值钱，但事实上这几乎是不可能的。

有鉴于此，我们决定分拨我们6.5%左右的净资产来从事这种期权交易。每周我们都对5种货币投资大约12.5个基点的期权费，但我们并不是每周都买同样的期权，而是具体购买那一周内我们认为是最合算最便宜的期权。

如果你分配6.5%的资产用于期权策略的交易，这是否意味着你通常会同时采用大约15种不同的独立交易策略？

这是我们最终想努力做到的，尽管我们还没有能做到，但我们同时也在向实钱理财做得成功的地方学习。比如，前面提到的哈佛管理公司以及耶鲁捐赠基金在资金运营方面就做得相当好。他们在过去10年里创造了年均16%的年收益，这是一个很了不起的数字，特别要考虑到他们是在不利用借贷的财务杠杆的情况下取得这个业绩的。

我们总是打算领先他们，进而领先市场一步，这样我们做了大量有关他们如何吸取实钱理财的长处并在此基础上进一步改进的研究。我们从实钱理财中学到的最好理念就是你应该去大胆地投资，如果你不去投资，你就不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有可能获得风险回报的仓位头寸。同样的道理，如果你拥有空头头寸，这意味着你在释放部分风险贴水，这在许多时候同样是非常正确的策略。

关于为什么投资的资产种类应该进行分散化以及在分散化投资后为什么应坚持“长线是金”，已经有许多有趣的研究对此进行了解释。有一份研究报告分析了1992年到2000年标准普尔指数的状况，结果发现如果你总是长期持有该指数，你会获得年均16%的投资回报率。然而，如果你在这9年间10个最好的交易日内恰好空仓，你将损失5个点的收益而仅仅能获得年均11%的投资回报率。这二者之间的收益差别如此之大，如果真是这样，你会多么懊恼错过了这9年间的10天啊！

你是否正在从更多地依靠直觉来捕捉市场时机与发展趋势的旧的全球宏观模式中走出来？

你说的很对，确实是这样。我们正在努力改变那种旧的全球宏观投资的思维模式。我们认为未来需要把实钱理财基金的优点与对冲基金的优点加以结合，以创造一种新的投资范式。实钱理财基金与对冲基金的一个显著区别就是投资人的赎回问题。大学的捐赠基金没有这样的赎回问题，家族账户也没有这类问题，他们管理的资金都可以稳定多年，所以可以进行长线投资。然而，对冲基金业通常的投资期限为1～3个月，这使得基金经理时常要承受一些无效风险，从而不得不放弃一些长线投资的机会。

比如说，是注重基金的当前现值还是着眼于基金的成长性。长期来看，价值型股票通常都比成长性股票表现要好，但在许多个以3个月为持有期限的短期内，基金经理又时常被迫卖掉它们。价值型股票长期的表现比成长性股票要优异的原因，是因为被市场定义的那些所谓的成长性股票通常其价格在短期内会被哄抬得太高。公众一般都会投资那些未来预期表现良好的股票，这种投资思维对于像微软这样的企业是十分有效的，但对于普遍情况未必有效。通常，大多数成长性股票会在表现突出的2～3年后又开始走下坡路，向其均值水平回复。这种成长性股票的均值回复现象，在中长期内是较为普遍的。

如果你真着眼于长线投资，首先，你应该在全球范围内来选择那些可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给你带来风险溢价报酬的备择股票。其次，你应该选择那些在中长期内平均来讲上升空间大的股票，具体来说，就是在全球价值型市场上选择那些最有实际价值的股票。

作为一个家族资金账户，我们可以不必太考虑赎回问题而进行长线投资。我作投资决策时，通常都是以30年或40年作为时间期限的概念。这样，我可以不必频繁地进出市场而去做一些放眼长远的事情，比如购买加纳的价值型股票，因为我觉得加纳是个有意思的国家。我在3年前买的加纳的股票，加纳股票市场的实际表现比我知道的任何一个市场都要优异，自我购买加纳股票以来它已经翻了好几番（参见图4-3）。

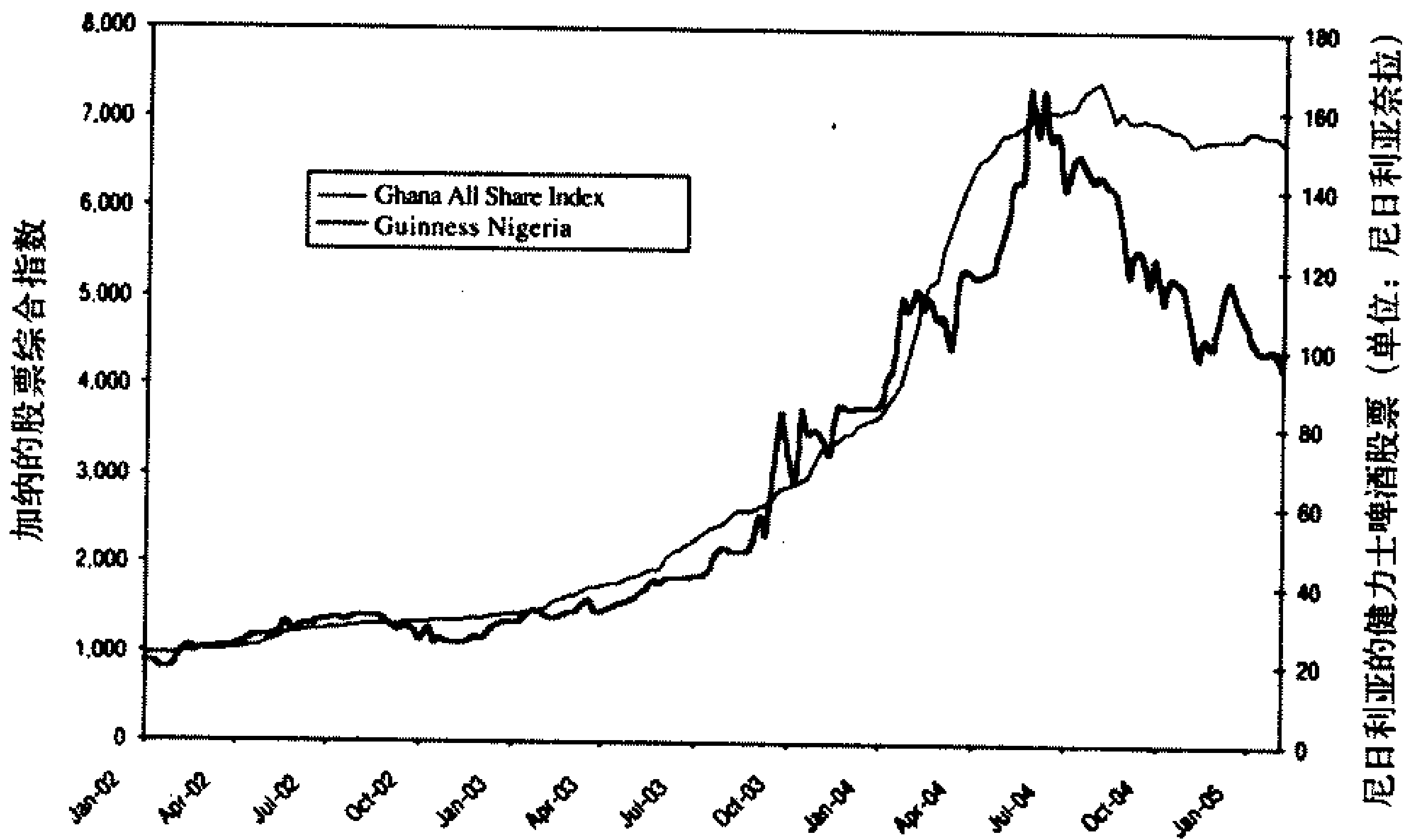


图4-3 2002～2005年间加纳的股票综合指数与尼日利亚的健力士啤酒股票

资料来源：Bloomberg.

你是怎样发现一个像加纳这样的市场的？

通过旅行、寻问与阅读，我来发现那些有价值的新兴市场。

加纳就是我在阅读《经济学家》杂志时发现的，那上面有许多关于他们的总统——库福尔的故事，详细介绍了他的经济主张与政策。他给我留下了深刻印象，我开始积极关注这个国家的经济走势并最终决定投资该国的股市。另一个例子是尼日利亚，多年前《经济学家》曾报道了一些尼日利亚的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况，那里平均的啤酒的消费量从34升下降到3升，后来又回升到平均4升。这个消息让我意识到那里有生意可做，因为在那样热的一个国度啤酒的消费，下降了90%肯定是不正常的，事实上那时啤酒的消费量也已经开始反弹了。所以我们决定开始购入尼日利亚的健力士啤酒的股票，结果在过去3年里它的股票一路飙升（参见图4-3）。获得这个超额回报的决策并不需要太精明的分析，普通人也可以做到的。我想许多基金之所以不敢涉足这些市场，主要是担心很难向他们的客户清楚地解释那里的政治风险、流动性不足以及其他各种可能的风险。但对我来说，所有这些担心都不需要，我只需要执行我的分析判断就可以了。

为了获取丰厚的回报，你是怎样构建你的投资组合的？

出发点是要思考我们的钱应该投向何处以赚取风险溢价报酬。我们把投资组合分散到5大类资产中，并且每类资产都分配20%的初始资金。应该承认，与哈佛管理公司或耶鲁基金的积极微观管理相比，这种分配办法是有些粗糙了，但对我们来说，这是一个简单分配资产的操作起点。

理所当然的是，这5大类资产肯定包括了股票。总的来说，股票在全球市场上都是能赚钱的，未来也会是这样。公众之所以愿意把钱投资给企业去运营，是因为他们预期未来会获得更多的回报，否则就不会有人买股票了。对于股票，我们采用不同的定价工具来评估它的价值，比如市净率、市盈率以及价格与现金流比率等。就像我前面说过的，投资股市时千万不要为各种市场中小道消息所动。一个避免的简单办法，就是通过数量分析来决定什么是最便宜的股票。一旦你发现了相对被低估的便宜股票，你要去找一些相关的消息来核实它是否应该就是这么便宜。也许某只股票价格处于低位，只是因为没有什么好的信息面来支撑它的价格上升，这样股票的价格也就将在低位持久地呆下去。

从全球宏观的视角来看，我们会在世界范围内寻找那些股价相对便宜且我们认为有增长潜力的新兴市场。然后我们会问自己："这个国家的政治状况如何？它的经济形势如何？我们看中这个国家的哪点及其原因？未来形势将如何演变？"在此基础上，我们下一步就是要寻找有热点题材的消息，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里有一个我们很喜欢列举的例子就是印度。我们对印度的未来长期看好，认为它在全球服务业中的作用将导致它在资本市场表现突出。由于中国的制造业正以令人难以置信的速度在增长，我们认为印度的服务业在下个10～20年之间会同样取得类似的迅猛发展。

印度之所以能大规模地发展外包服务行业的背景原因，是因为它的技术与运输成本的降低，从而使得服务转移的贸易发展很快。例如，英国的国民保健服务体系（National Health Service，NHS）将提供非紧急状况下医疗旅游的花费开销。英国允许在NHS制度下的英国人到印度来动手术，并提供这种医疗旅游费用的报销。因为在英国本土排队等候治疗的病人太多了，部分病人到印度来治疗不仅不用长时间等候，而且费用也相对较低。谁会想到医疗服务也可以外包呢？这个例子促使我们去思考那些我们从未想到过的服务行业，它们是否也可进行服务的外包贸易？这里还有另一个例子可说明这个问题。去年，大约有20万美国人通过会计事务所来进行电子报税，而真正的会计工作却是在印度完成的，今年估计这个数字可以翻5倍，人数将达到100万人。在这个变革的时代，各国的资本市场、通货膨胀以及其他事情都在发生着划时代意义的变化。

因此我们在股票池中给印度市场留了一块地方，我们认为那里将发生一些令人感到意外惊喜的事情。接下来我们会进一步寻找印度市场上最有价值的是什么，并分析它是否会变得更有价值及其原因何在。除了外包服务，我们也会研究印度其他的一些行业或部门，比如原材料供应行业；也会寻找哪些企业会从印度的未来增长中获益最大，比如基础设施类的公司。

关注股票的另一个大的视角，就是日益上升的能源价格。猎鹰基金大约有20%的资金投到了股票中，而我们将其中的10%～15%都投到了与能源相关的股票品种上。我们选择股票种类的标准是，它不仅在绝对收益上能给我们带来投资回报，而且其相对表现要优于全球的任何股票指数。我们采用经典的对冲基金风险管理的办法，一旦情况开始变得与我们的预测相反，我们就会及时止损减仓。我们能认识到，如果市场指出我们错了，那我们就是错了，及时改错平仓就是了。只要判断及时，买卖价差并不算太大，判断失误的交易成本也就不会太大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个大的资产种类就是固定收益证券，它能够系统地给我们带来风险溢价的长期回报，而且，它还有助于我们控制投资组合的风险边界的下限。艾罗·迪姆森、保罗·马什与迈克·斯丹顿三人合著的《乐观主义者的成功》，是一本风靡全球的有关风险溢价的书，该书对债券类资产作了十分全面的阐述。平均来讲由于债券总是能提供正的风险溢价报酬，所以你应该有理由在中长期内放心地持有固定收益证券。债券没有股票的投资回报高，但它不必比股票收益更高的理由，是因为债券的投资风险要远低于股票。而投资中能采用财务杠杆则自有其妙处，持有固定收益债券为我们采用财务杠杆提供了可能。当投资组合中的风险有20%是来自固定收益证券时，这并不意味着我们总资产的20%就是持有固定收益证券。你只需要把资本的20%投入到固定收益证券中，再利用财务杠杆效应，你就可以做更多有趣的事情。

举例来说，你可能会利用你40%的资本来购买短期债券。当使用财务杠杆时，你会期望以更高的夏普比例来控制风险，因为你是用借的钱来扩大投资规模的。实际中，你会发现两年内最好的夏普比例就出现在固定收益证券部门。单以不同风险等级的债券为例，就绝对收益来说，两年期或更短期的债券肯定没有10年期的债券高，因为短期债券的收益率通常都是很低的。但是从“风险收益比”的角度来考虑，就完全不同了。由于短期债券良好的流动性与低风险性，你可以将这些短期债券质押给银行从而获得5倍的财务杠杆效应，这样你在承受同等风险的情况下可获得比10年期债券更高的投资回报率。

就因为这个，对冲基金可在承受同等风险的情况下获得比实钱理财更高的投资回报，因为后者不利用财务杠杆是无法扩大投资规模的。我们会花大量的时间来研究每一类资产的财务杠杆比率，虽然每类资产都不相同，但却都可以采用财务杠杆。

我们投资的第三大类资产就是外汇，我们前面曾谈过这种资产，这是任何实钱理财基金都不涉足的领域。——我们选择的第四大类资产就是商品。与我们商品期货合约中的商品相对应，我们有一个投资商品的篮子，而商品期货在给商品生产者提供保障的同时也给我们提供了较高的风险溢价回报。长期来看，通过在二级市场上逢低吸纳、逢高抛出，我们可从商品期货交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中系统地抽取内在的风险溢价报酬。每年，这种交易平均能带给我们6%的实际回报率。我们进行这类交易的时间不长，也是受到了耶鲁大学在美国国民经济研究局（National Bureau of Economic Research）发表的一篇论文的启发。

最后一类给我们提供风险溢价回报的资产，就是投资房地产。作为一个小规模的家族基金，我们不可能外出去大量购买房子，但我们可购买与房地产相关的股票。房地产相关的股票，平均来讲，其投资回报的表现与实际去购买地产的差别不会太大。地产股票的价格要比实际房价的波动性要大，但历史数据表明前者的实际回报比后者还要略高一些。

实钱理财基金投资房地产的方式，通常都是让一个基金经理外出调研，然后实际购买办公室或住房，再将它们租出去并加以管理。这种方式的投资回报非常依赖管理者的管理水平。而我们则只需要在全世界寻找便宜的地产股票就可以了，因为当我们发现了一个相对便宜的地产公司时，我们会很乐意去购买它的股票。事实上，我们投资过的地方很多，包括波兰、芬兰、瑞典、西班牙、香港、印度尼西亚、新加坡以及中国的台湾等地，但是，我们却不在世界上任何地方拥有一间房子或是一块土地。类似的，我们也会选择一些与房地产相关的银行、开发商、建筑商、土地银行以及地产投资信托公司的股票。

分配到股票中的20%的资产份额与投资房地产股票的资产份额，有重叠成分吗？

详细的具体数字我们并没有统计过，我只知道我们一直做得不错，当然这并不能说明什么。全球范围内，目前房地产业正处于一个高峰期，如果我们发现它开始走下坡路，我们将及时止损淡出这个行业。我们并不是在所有时期都投资于这5类资产，所以这种资产份额的分配确切比例并不完全固定。如果这5类资产中某一类资产比例所累积的风险占到全部资产风险的20%，我们就会非常小心地去再增加它的资产份额。但是在那之前，我们仍然会继续谨慎地增加该类资产的份额。

除了这5大类主要资产之外，我们还可能会投资最后一类备选资产，这就是我们所谓的绝对收益（Absolute return）。这种超额收益来自于我们对市场中绝佳少遇的机会的大胆把握。运气好的时候，我们每年能发现两次这样的时机——专门捕捉那些价值低估的超跌资产。运气不好的时候，可能要等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待一年半的时间我们才有机会出手一次这样的操作。当我们发现市场中存在这样低价超跌资产的时候，我们会用大约10%的资本去给它建仓。我们选定的超跌资产的价格通常会翻2到3倍，这将使得我们整个的投资组合的收益额外地增加10%到20%。在过去8年间，我们抓住了六七次这样的机会。

你能说说几个关于绝对收益的成功交易吗?

1997年黄金远期合约的曲线一直倾斜向上，我们觉得有点不合常理。当时黄金现货价格为310美元，而5年期的远期黄金价格则为380美元。按当时的黄金远期价格曲线与即期黄金价格波动率来说，5年期的交割价格为300美元的买入期权合约定价仅为3美元，其收益与风险对比的优势极为突出。如果大量买进这种期权合约，而金价未来仍超过300美元，那么每份合约的风险仅仅是3美元；若金价未来跌为0美元，则每份合约可带来300美元的收益。金价跌为0美元并不是完全不可能的，比如，因为某些原因黄金作为价值储藏的功能不存在了。如果我们以3美元的价格大量购进了这种买入期权，并在两年后以18美元卖掉了——那时，黄金的即期价格为258美元（参见图4-4）——这样，在这笔交易中我们赚得钱翻了6倍。

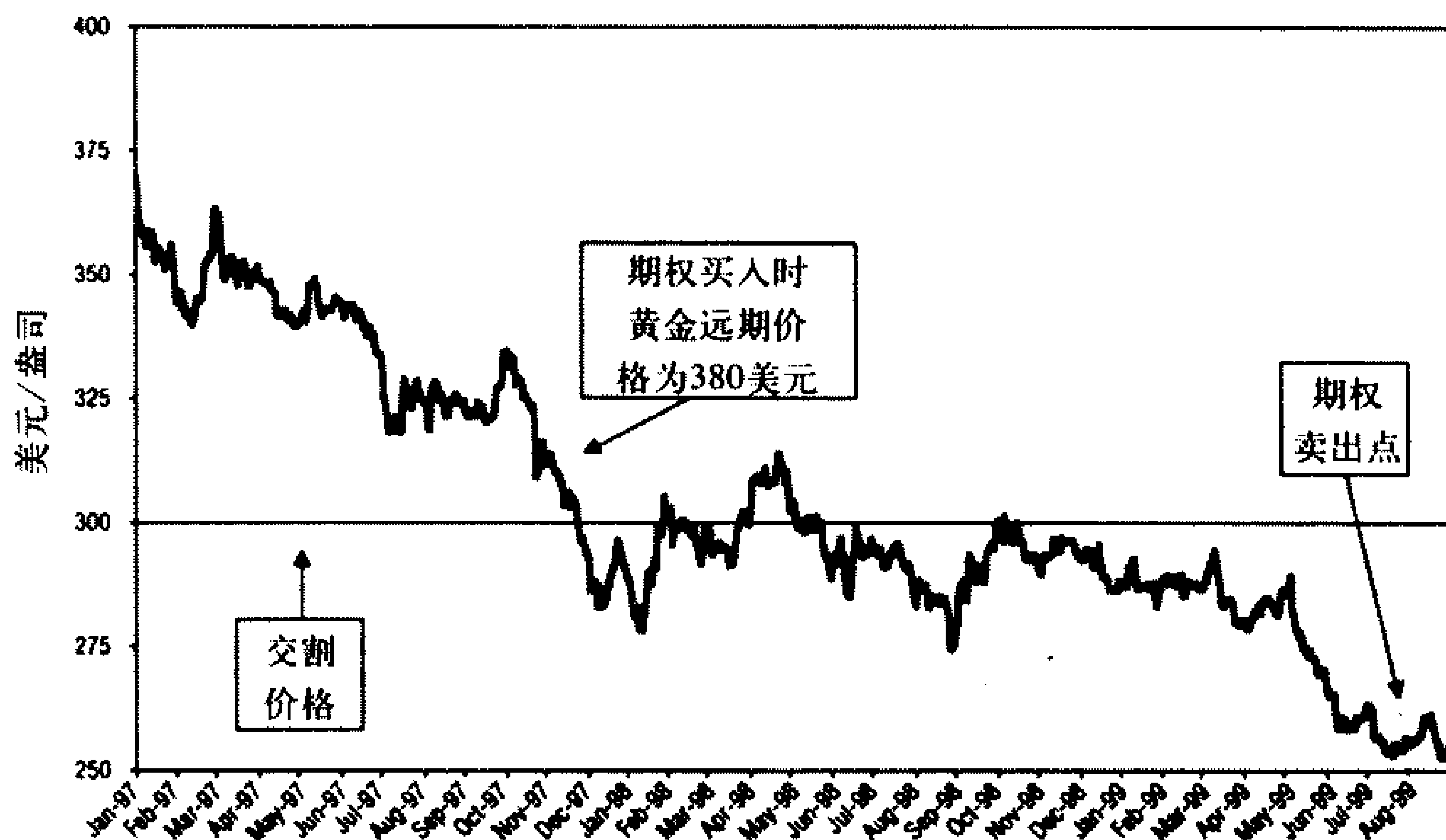


图4-4 1997～1999年黄金价格走势

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们另一个绝佳的长线买卖，是通过不断买入利率期权来对通货紧缩进行下注，在利率下降时我们将获取回报。我们在1998年时买进了不少美国与欧洲的利率期权下限，结果在2000年股票市场的泡沫破灭后，我们的投资获得了好几倍的回报。

另一个值得称道的投资是在1998年投机失败之后，我们在1999年又大量买进了俄罗斯的股票。当俄罗斯的股票价格跌到了其1992年的水平时，我们觉得那是再次返回俄罗斯市场的时候了（参见图4-5）。



图4-5 1996～2004年俄罗斯股票指数走势

资料来源：Bloomberg.

绝对收益类的资产是可遇而不可求的，但我们会时刻关注这类资产的投资机会。未来对冲基金的一个大方向的投资理念，就是要能有效地把系统常规性的日常赚钱交易与非系统性的绝对收益的投资机会结合起来。在这方面我们作了一些尝试，但应该承认我们仍然比较幼稚，所以我们仍需要更多地依赖系统性的交易，有时还不得不消减一些零息债券的份额以赚取更多的风险溢价报酬。当出现绝对收益的机会时，究竟是投资货币、债券、商品、房地产还是投资股票，并没有太大关系。应该承认，我们并不比世界上其他的人聪明多少，因此我们应该通过大量的学习以及与一些聪明人聊天学会从总体上思考问题，这样我们能变得更聪明从而能更好地把握市场。通过日积月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

累的修炼，一旦出现这样的机会，我们就能幸运地抓住它，并为自己带来额外丰厚的投资回报。

我们真的没有任何理由不好好把握系统性的日常交易，因为只要你去参与这种投资，就会获得6%到8%的年均投资回报。许多人认为8%的年投资收益率已经很让人满意了，但我们的目标是远高于这个标准的。真正显著良好的投资回报，往往是来源于有效地结合系统性与非系统性的投资交易策略。系统性交易主要要求你不断地大胆涉足到资本市场当中，而对非系统性机会的把握则需要你以丰富的投资经验为依托。当你不断地阅读学习、不停地思考分析并一直试图与许多聪明人交谈时，你就可能会偶然发现像冰岛那样的与通货膨胀相关的住房债券的投资机会，注意一旦有这样的好机会，要尽可能多地投些钱进去。

卓布尼的全球会议，2003年3月

吉姆·莱特勒一次得意的交易：关于冰岛的与通货膨胀相关的住房债券

拥有财政预算与贸易盈余、拥有独立的中央银行、正经历着通货膨胀与降息，在这样一个经济体中，你如何去获取高收益？莱特勒举了芬兰的例子，那是一个完全被金融界所遗忘的角落。

经历了5年的强劲增长后，芬兰经济开始快速降温。于2001年独立的芬兰中央银行，开始采用降息政策以刺激经济。伴随着前些年贸易账户的高赤字转变为大量的贸易顺差，曾大幅贬值的克朗也逐渐走强并仍然十分坚挺，尽管它已从其最低点回升了15%。总的来看，去那里投资是一个好地方，未来将有大量资本涌入这个国家。

那里与通胀相关的住房债券的年实际收益大约为5%，大大高于世界上其他地方的同类债券（收益第二高的地方是新西兰——约为4%）。由于芬兰当时趋于下降的通货膨胀仍超过2%，故投资其与通胀相关的住房债券的年收益将超过7%，而芬兰当时的短期利率仅为5.8%。

这种债券是芬兰流通的主要流动性债券，并由政府担保，其信用风险较低。此外，还有一个应该投资这种债券的理由就是该债券的流通盘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较大，共有40亿美元的发行额，这保证了该债券的良好流通性。这些债券的主要购买者都是芬兰国内的买家，莱特勒认为这些人的金融资产的头寸状况十分稳健。被迫卖掉这些债券的风险看上去很小，市场上的卖盘也很容易就被其国内基金的买盘给消化了。所以，莱特勒认为这些债券是一种回报非常丰厚的资产，最重要的是它们同时还没有被其他国际金融机构与对冲基金所广泛持有，所以抛盘的风险也较小。

当时真正的阻碍在于，这些债券不是以欧元来标价与清算的，故欧元类基金对此抱怨声较大。然而，在后来的几个月内情况发生了变化。这种变化大大改变了该债券的投资收益状况。由于欧元基金将该债券列为其投资组合的增持对象，该债券的欧元收益状况未来很可能就会迅速下降。同时，这样一个具有良好经济基础的债券，又可以提供合适的投资收益和成本差价。所以，在为该交易融资时，莱特勒购买该债券50%的资金是以该国本币来计价清算的，持有收益为1.5%，即债券息率收益高于其借贷成本的1.5%；而另外50%的资金是以美元计价清算的，持有名义收益为6%，但此时须承受欧元兑美元的汇率风险。

当你在印度尼西亚市场或是土耳其远期外汇市场这样的交易中投机失败时，你的投资积极性也许会大大挫伤。因此如何准确地掌握非系统性投资机会的投资决策十分重要。发现非系统性交易机会的唯一窍门，就是我们怎样处理我们面对的世界与问题。我们坚持不懈地每天都观测与分析世界上的主要市场，以寻找可能的非系统性的偶然机会。世界这么大，有成百上千的投资机会值得我们去尝试，但我们肯定会错过其中99.9%的机会。很难用准确的语言来描述非系统性的偶然机会，因为它是可遇不可求的。它采用系统性日常交易中的分析方法与策略来考察大量的事物，从而在你的大脑中建立一个隐含的数据库——以帮助你去判断，哪些事物相对于世界上的其他东西其定价是不合理的。

我们雇用了许多职员进行日常系统性的盯盘——盯世界各地资本市场的盘，同时我们设置了一些价格信号以提醒我们的注意力。我们还拥有了一个可以同时监测全球10 000个资产价格的模型。每天我一到办公室的时候，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的职员就会给我一份目录，上面记录了20到30件可以引发资产价格错配的事件。例如，有一天他们让我看捷克股票市场，因为该市场的股票指数似乎有点行情。我看了看捷克股市的盘面，并进行了深入的钻研分析。上一次我随意地看捷克市场的时候，还是两个月前，这种系统机制使得我能够及时地关注那些我在正常情况下没有关注到的各种市场。如果计算机系统通知我应该关注的事物，比如印度银行股票、瑞典的货币互换或是加拿大美元，我就会特别地注意它们的动向。我们正努力做的事情就是发挥计算机驱动系统的作用来非随机性地识别价格的随机异常变化，当然并不完全按照它的信号来交易，只是将它作为一个研究性的辅助工具。将来，人们也许能开发出强大的智能交易系统，至少我们知道，目前有一种叫商品交易顾问的交易模型总体上看运作得很好。

现在能给你带来绝对收益的交易是什么？在印度有这样的交易吗？

我会把印度视为可创造绝对收益的潜在市场，但是并没有单独给它分配10%的资金份额。我们确实打算在印度市场投入10%的资金，这样印度的股票在我们的股票份额中将占有50%的比重。尽管印度市场可能给我们创造非系统性的绝对收益，但我们目前还没有额外再投入10%的资金给它。在处理这些事情时我们有一些隐含的分界线，通常情况下，我们更愿意把这10%的资金直接用于购买具有长期期限的期权。这样在控制投资风险下限的同时，我们可在足够长的时间内寻找时机以将绝对收益的可能性转化为现实性。

我们现在正在进行的一项交易是关于瑞典克郎的利率期权，但这份交易的资金份额目前只占我们总资金的2.5%。我们看不到瑞典克朗利率要比欧洲利率高半个百分点的理由，这种正利差没有什么合理性，因为瑞典的通货膨胀率很低，而且还持有大量的贸易顺差。当前，瑞典央行与欧洲央行的基准利率均为2%，但是前者的5年期远期利率要比后者高50～60个基点。

在你决定把这用于获取绝对收益的10%的资金份额投资下注之前，你需要到那个国家实地考察一下，深入挖掘一下他们在想些什么，哪些情况可能出乱子，从而发现出一些你在计算机屏幕上所看不到或难以理解的深层的宏观经济信号。通常出现这样绝对收益的掘金机会，都可在其经济基础面找到一个其出位的理由。当你在那里实地考察并与该国本地的专家交流时，你就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能会发现这样的契机。在许多情况下，除非历史情况可类似地类推，否则你只有实地考察才能发现该国市场非系统性变化的内在原因，没有人会跑来跟你说："你快来这里投资吧，有行情"。

再举一个例子，有一段很时间荷兰盾的利率要比德国马克的利率高约100个基点，然而这两种货币的交易报价却在一前一后。我记得我在拜访荷兰央行时告诉其央行行长，我做多了数以百亿美元的德国马克兑荷兰盾的交易。我还问他为什么要让荷兰的纳税人白送给我那么多钱，因为那时并没有特别的理由要给荷兰盾的持有者提供超额的溢价补偿。荷兰银行当时在市场上信誉很好，并没有什么特别的主权风险。两个月后他们缩小了这种利差，尽管那时我已经从中获利匪浅了，但盈利却因此而减小了。有意思的是，我觉得没有任何其他人会像我这样对央行开诚布公。同样的事情也可能发生在瑞典，我们已经在那里开始建仓，并打算把仓位逐步提高到占我们资金总量的10%。于是，不久后我也打算去瑞典拜访一下他们的央行行长。

除了瑞典之外，我们非系统性投资组合的其他头寸仓位相对较轻。每时每刻我们都在收集与搜寻许多可能的绝对收益投资机会——有时候1年能发现好几次这样的机会，但也有时候却一次也碰不上。

当大量的钱都涌入对冲基金时，你认为它是否会导致绝对收益因套利而很快在市场上消失？

当某种金融资产定价不合理时，套利机制将迫使它向其均值逼近，因为市场上有太多的人与大多的资金在追逐着同样的套利机会。只有很少一部分资金能抓住这类可带来绝对收益的投资机会。实际套利（Real Arbitrage），这个术语过去的含义是没有任何风险的获利。但套利现在意味着，利用某种资产价格的错配来谋利，可能要承受较大的风险。

我也要跟上时代潮流，搜寻一些较大的长期存在的市场偏离或价格错配来谋利，比如股票估值相对于其成长性的偏离，或者是金融资产的高收益相对于同类资产的低收益的价差。世界经济的高度竞争导致了经济的均值回复行为的特征，所以你应该去购买那些表现不太好同时价值被低估的公司。这样的公司有些就倒闭破产了，但也有些过段时间又回到了其均值水平。许多表现耀眼的高成长性的牛股，随着时间的推移又回到了其均值水平变成了普通股票；而许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多现在普普通通的股票，则未来也可能在市场上成为受欢迎的热门牛股。

这不是传统意义上能锁定收益的无风险套利，它只是市场的一种真实存在，市场上确实存在均值回复现象。为了利用这个现象，至少需要1年以上的投资时间跨度，但通常5年以上的时间跨度被认为较理想。因此在某种意义上说，大量的钱都涌入对冲基金。会利用套利机制将市场中精确定义的无效性消除掉，但不会将所有的套利机会全部消除，因为很少有资金的实际投资是以获取几年以上的长期收益为策略展开的。每个投资者投到对冲基金的钱都有月度或季度的可赎回条款，这种潜在的赎回压力使得对冲基金经理不得不按这个周期的流动性参数来管理他们的基金，那根本不是赚大钱的思路。

如果所有的投资者都只以1个月作为他们的投资期限，毫无疑问这样的对冲基金赚钱的机会将很有限。随便选一些这样的基金来看，有些基金将亏损甚至破产，有些虽然干得还不错，但短期交易的竞争太激烈了，这完全属于一种时机驱动型的交易。就短期买卖的时机来说，有时你可能是对的，但有时你又可能是错的，而唯一可以肯定的是，你不会总对或总错。在这样的状况下，经风险调整的投资回报率是不会太高的。

同时，市场中仍然存在长期的套利机会，因为大多数对冲基金都无法给长期投资投入过多的资金份额。如果有1万亿美元的资金可以投入5年以上的长期资本运作，那么也许相对于公司成长性的股票价值被低估或错估的这种长线套利机会也将慢慢消失。这种情况还没有发生，也许未来也不太可能发生，因为投资者通常都是短视的只着重于眼前，一旦有点蝇头小利或是产生少许亏损，“落袋为安”的观念在普通投资者心中还是根深蒂固的。

想要大手笔连续不断地赚钱，你必须广泛地将各种时间期限结构、各种投资工具以及不同国家的可能带来风险溢价报酬的行情纳入你的视野范围，将它们作为家庭式理财的投资机会的可能来源。在过去的1年里，没有发现更多值得关注的非系统性投资机会，这多少有些让人沮丧。但是这样也给了我有充足的时间来思考，如何将实钱理财与对冲基金的投资风格与投资策略更好地结合起来，从而更好地展望未来。现在确实是个激动人心的时代，我觉得在下一个10年里，全球宏观经济的发展将给我们提供无限美好的机会，使我们可以从中获得令人难以置信的投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

自营买卖交易员

克里司汀·席华耶
前高盛公司自营交易部负责人，现SemperMacro公司

对于克里司汀·席华耶来说，究竟刚开始的时候他是以哪种途径使得获得超额投资回报变成一种谋生职业的？席华耶以前是华尔街最大的自营买卖交易员之一，他承认自己进入该行业，是因为进入银行代表处工作是在大学时代一种花费不多的维持生计的方式。更有意思的是，他在花旗银行交易柜台工作的第一天，恰好是1987年股票市场崩溃那一天。席华耶没有把它当成是一个不吉祥的征兆，恰恰相反，席华耶立即意识到自营买卖交易正是他自己愿意从事的工作。几年之后，他跳槽去了高盛公司，在那里他最终成为了高盛公司的合伙人，掌管固定收益与货币自营交易。

20世纪90年代初期，高盛公司几乎不再是过去那个依靠老资格关系而赚钱的严肃呆板的投资银行的形象。相反，它变成了一个投资银行当中最大的自营风险承受者。公司的交易员利用公司的资金，对全球固定收益、外汇、商品以及衍生工具投下巨大的赌注。

我第一次见到席华耶时，他还是高盛公司自营买卖交易部门的负责人。在戏称他为真正的汉子之后，我的一个朋友建议我与他联系。不久过后，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经在高盛公司杂乱的交易大厅内等待那位经常被谣传、似乎有些神秘的交易员了（他的全透明玻璃的办公室位于大厅的一角），然而我却被席华耶的秘书告之他有事要晚点了。于是我要求，能重新安排一下会面时间吗？

在离开大厅的路上，我碰见了一位老同事，当我们攀谈了大约15分钟之后，我瞥见一位步伐轻快的男人从交易大厅朝我走来。那个人，身材矮小结实、戴着眼镜、梳平头、身穿棕褐色短衬裤与休闲衬衫，衣着与高盛公司黑色西装、职业领带的制服不大一样。"嗨，我是克里司汀，我迟到了，非常抱歉。"他一开口说，就开始了一连串真挚的道歉话语。

拖拖拉拉说了一些离题的话之后，我发现他十分谦恭有礼，他自己走进咖啡吧端来了新鲜的咖啡，然后和我畅谈了一个多小时。在初次见面几个月之后，席华耶辞去了他在高盛的合伙人的身份，在那之前的10年他一直在高盛公司管理自营交易的业务。那时，他的交易、他赌注的规模大小、他持续为高盛带来的高额年收益，以及他身处压力之下的优雅风度，都已经成为交易者当中的传奇美谈。

席华耶花了整整17年时间从事银行自营买卖交易，这种经历使得他跟对冲基金经理相比，对全球宏观市场有着完全不同的观点。因为作为一个自营商，对银行信用额度下赌注且在止损措施的约束下管理风险，其业务特点与一般对冲基金有所不同。这次访问，发生在他离开高盛之后但是在创立他自己的基金——SemperMacro之前。席华耶给我提供了高盛公司交易的高风险、高压力的企业文化的独特看法，并且剖析了他所看到的在银行结构内部管理自营业务与管理一个独立的对冲基金的区别之处。

当我前去他的位于伦敦上流住宅区街道一角的新办公室时，一辆黑色的出租车停在门前，我看到了一位友善的、和谒可亲的席华耶。他热情地欢迎我，然后伸入口袋掏钱支付3英镑的打车费用，但却不巧碰上出租车司机没有零钱破开他的20英镑，在诚挚地向司机道歉的同时，他又问我是否有零钱。

我们坐在他的会议室开始了本次访问，席华耶再次端给我一杯咖啡，温文尔雅、有说有笑地谈论自从他在高盛公司工作以来所遇见的人，以及在那些交易中激动人心的日子。在我们的采访进行了大约15分钟之后，他的私人助手打断了我们的谈话，递给我刚才支付出租车司机的3英镑。在反复表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达他的谢意之后，他坚持让我收下。“毕竟，”他说，“我不想看到你的书里提到我没有支付我应该支付的几英镑车费。”

你是怎样成为一名自营交易员的?

完全是意外。在20世纪80年代末期，我正要去伦敦经济学院读计量经济学专业的研究生，那是将来去那些银行代表处谋得一份好差事的一个好途径。在花旗银行，有一个人对我感兴趣，因此他邀请我去那儿的交易大厅干一天试试，结果我去了。那时我以为那是个不错的地儿——是一个充满着随意喊叫的开放式的宽大交易厅，而且看起来让人神魂颠倒。我做出如此决定，是因为我认为做1年这样的工作没有坏处；如果我不喜欢，我会重新回到学校。接下来，我完全上钩了，那时是1987年10月。我花了两年时间做电缆远期的做市商，后来又转移到利率产品部门，以一种自营商的姿态做英国利率交易。

1987年10月的股市崩盘，恰好成为了你进入市场的契机点?

在伦敦经济学院结束为期3个月的培训课程之后，我刚开始进入交易市场，就遇上了股市崩盘。那时我坐在一个小伙子后面跟他学如何做交易，那伙计给了我一个5个基点差价限制的债券交易的任务，对我说：“到一边去，把这些单给做了。”那时债券买卖差价的波动范围大约在1～5个基点之间，我认为这绝对是一份能赚大钱的好差事，我真希望未来每天都能像这样。那时，其他交易员在交易大厅里吵得要死，整个交易厅里迷漫着紧张的恐慌气氛。在那种时候开始我的交易生涯，对我来说是十分有锻炼意义的一段经历。

在美国股票市场资本价值下降了四分之一后的第二天，你的工作是怎么进行的？人们都认为世界金融系统即将崩溃。

我那时在做外汇交易，而我们没有那样的担心，也许真是有点无知者无畏吧。我只记得那天和前一天的事情，但是其他的事情就不太记得了。我所记得的接下来的一件事，是在那几年以后的1991年英国市场发生的短暂崩溃。在这两次事件中间，对我来说，并没有发生真正特别显眼的事情。我依然记得一些具体的事情，但是很有趣的是我不知道这些事件是怎样牢记于我的脑海中的。它们通常都发生在我经历的重大盈亏波动的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是什么时候从花旗集团跳槽到高盛集团自营交易部门的？

我是在1991年9月。当高盛集团开始接触并联系我的时候，我已经在花旗集团工作了三年半。但是说来话长，花旗集团的一位女性与高盛集团的一位高级人员非常熟悉。这位高级人员告诉她说高盛正在物色人才，而她就把我推荐给该高级人员。

我前去面试，事实上在面试结束时，他们就给我提供了一份进行特别账户交易的工作。但是我说："不，我希望能够在自营买卖的交易柜台工作。"很明显，我是第一个拒绝他们的人。主管高盛公司伦敦交易的合伙人，迈克·布莱恩（Mike O'Brein）后来告诉我正是因为上面这个原因他们才决定让我加盟。大约过了6个月之后，他们给我提供了一份自营买卖交易的工作，我接受了并去那里开始了工作。

你加入高盛公司的哪个自营柜台？

我加入的是固定收益自营柜台，但是因为我的外汇远期交易背景，接下来的几年里，我也在高盛集团的J. Aron公司（外汇和商品）的自营商部门工作。高盛集团与花旗银行的交易风格非常不同。花旗银行的风险偏好与高盛集团完全不一样。在花旗银行，如果你赚了1 500万美元，那你就是英雄。但是在高盛集团，要想成为明星交易员，你的盈利与亏损比率要比在花旗高得多才行。

我记得我在高盛工作的第一个星期，我建立了一个5 000万美元的德国马克对瑞士法郎的仓位，而那是一个相当稳重的套汇头寸。那时，我已经交易四年了，而那已经是我职业生涯中所交易过的最大的头寸。我心想："我将会做好这个交易。"

我记得交易部门的负责人走过来，然后询问："进展得怎么样，克里司汀，你持有头寸吗？"

我自豪地回答："是的，我持有5 000万马克瑞士法郎空头。"

他停下了，看着我，然后说："我喜欢持有平均规模头寸的人。"说完就走开了。

高盛公司对风险偏好的要求，让我花了很长一段时间才适应这种环境。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪90年代初期，如果确实是存在市场机会，高盛公司的交易文化是在场者都可以参加。就其本身而言，不存在对交易品种的结构限制，也不存在风险价值系统的限额。它只是激励人进入交易状态，不断去发现交易机会，然后期待最好结果的出现。那些日子里，高盛公司涌现了一大批非常有趣的人物。

你能讲一些有趣的人物和你的良师益友吗？

不存在某个具体的良师益友，对于我来说，这种开放的环境也许是我最大的良师益友。高盛对员工的态度就是，“试试才知道，如果你希望尝试建仓一个大头寸，尽管尝试。”那是高盛公司交易部门的文化氛围和工作哲学，而这在我看来是十分强大而有效的。这是一个十分适合工作的环境，但是它也会暴露出它的缺陷，就像我们在1994年发现的一样。

高盛公司有一位业绩异常突出的人物，他是一位富有经验的交易员，在20世纪90年代初期加入了自营交易部门，此前他在一个经纪大厅交易自己的资产。我记得他加入公司的那天，因为他坐在我的旁边。我那时正在交易100份概念债券的期货合同（Notional bond futures contracts）。当他看见我购买100份时，问我：“我听到你购买100份，是不是？”

我回答：“是的。”

他接着问：“我已经在该行业待了20年，我所交易过最大的头寸也就是10份，你真是个傲慢的年轻人，你怎么能够持有100份呢？”

我回答说：“我没有，事实上我持有几千份的头寸。”（1千份代表1亿美元的抽象头寸）

那时，他头顶上的一个电灯炮突然熄灭了，他也突然意识到他自己身处于这样一个环境，他需要革新突破。他所做的就是对高盛那时已经存在的风险嗜好进行杠杆操作。

后来，我所见过的最有趣的事情，发生在1993年债券市场复兴后最旺盛的那段时期。那个伙计根据波幅最宽的箱体线下端的价格对经纪人说：“给我买进债券。”接下来，我们听到经纪人打回电话问：“你想让我买多少份？”那伙计直接敲进交易下限价格并回复道：“在这个价格你只管买就是了，我会告诉你何时要停下来的。”哈哈，真是有意思。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此期间，他与高盛公司高级人员的关系也非常融洽。有一个关于加文·戴维斯(Gavyn Davies)的故事令人捧腹大笑，那时他是高盛公司的首席经济学家。加文走进办公室，我们聚集在一起等待他给我们自营交易部门阐述有关世界的观点以及他对欧洲的看法。而那个交易员却把靴子放在桌子上，然后转向加文，说："恕我冒昧地说，加文，我做我自己的研究工作。上个周末，我去过西班牙好几个酒吧，让我告诉你一些事情——那里可都是门可罗雀。"加文都有些被这种直白但深刻的经济分析所震惊了。接着那伙计补充说："我有另外一条得以生存的法则——如果你连水都喝不上了，那么请赶快出售货币。"

这段期间还有许多这样令人捧腹大笑的故事，如果要一一道来，真要颇费时间。我从这个交易员身上学到了不少有关交易和情绪方面的具体知识，这来源于他在交易大厅工作的经历，而我把从他身上学到的东西融入到我的交易风格之中。当然，也有许多我有必要舍弃的东西。

你能告诉我一些你从他身上学习到的东西吗?

比如，他的有关"规模并不重要"的言论。只要你对头寸状况感到满意，你的头寸规模是大是小并没有什么关系，那是不太相关的事。在高盛公司，他基本上都会增加借贷提高杠杆比率，至少不会低于他过去的杠杆比率。他对大头寸仓位感到特别满意。我的意思是说，他是一个从交易10份变为交易10 000份的人。

他的那种交易风格，在现在的高盛公司中还盛行吗?

那种交易风格，是不会得到市场长期容忍的。1990年到1994年期间，那是一个不同的特殊年代。所有的人都变成了自营商——所有的特许交易人员都转向变成小型自营商。那时，高盛公司有500多个自营商，而他们都持有相同的头寸。接着到了1994年，那是我职业生涯的转折点。我那年在英镑/日元的交易中，遭受了巨大的损失，这在《高盛：成功的文化》一书中已谈到了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高盛公司

在1993年12月，高盛公司的一位最能赚钱的交易员已经看到了英镑行情看涨的趋势，预测英镑对日元会出现上升趋势。因此公司对风险的嗜好也提高了，而他建立了一个英镑对日元的巨大头寸，预计该头寸会从英镑对日元的强劲中盈利。从12月到1994的1月期间，英镑对日元逐渐升值，但是到2月份，在短短15个交易日内，英镑对日元却下降了10%。等到该头寸全部清空时，总损失已经达到了8 000多万美元。随着相关的类似损失越来越大，温克尔曼（Winkelman）和柯赞（Corzine）开始更频繁地去伦敦进行坐阵监管，长时间坐在交易柜台。由于公司几乎所有的交易柜台都携带了大量风险，不少伦敦的交易员已经亏损了从前年份创造的绝大部分利润。1994年真是一个让人觉得生涩的年份。

资料来源：丽莎·恩德里奇(Lisa Endlich)，《高盛：成功的文化》，(纽约，试金石出版社，2000)。

1994年，我也摔了一跤，损失惨重。1993年，对于我来说，是业绩突出的一年，我赚了1亿多美元，而有点自满。1992年，对我来说，也是一个业绩非常好的一年。但到1994年，我建立了一个非常大的英镑/日元头寸，规模大到超过了10亿美元，而这也是我所管理过的最大的头寸。我在1993年的11月建立该头寸，而等到1994年初我已经赚了大约3 000万美元。人们都在开始议论，“克里司汀将再次创造辉煌业绩”，而那个头寸的收益波动当时仅有几个百分点。那时，我已经变得如此自信，以至于除了通过现金和期权建立英镑/日元的多头头寸之外，我还同时出售英镑/日元的看跌期权。

接下来情况开始变得不妙了，在2月份的第一个周末期间，克林顿总统开始攻击日本的贸易政策。他对日本的汽车和汽车零部件出口实行关税和配额限制。美国让日本经历了真正艰难的日子，并声称：“看，你们的货币将有必要升值，要不然的话，就等着贸易制裁吧。”

我记得到了星期一的早上，英镑/日元的差价直接踏空缩小了5%。如果那还不算糟糕的话，那么5天之后，在星期五英国的通货膨胀数字被公布出来之后，英镑/日元的行情才真正叫人领略了什么叫可怕——英镑对日元价格，开始了一个自由落体运动。这是一个经典案例——市场对我的自信与得意，给了我致命一击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管我尽最大的努力想办法清仓这些与英镑/日元相关的头寸，但我持有的多头与空头头寸还是在短短的几周内损失了大约10%。这真是一场恶梦，市场真是有办法教训你的自大。

因此你损失了高盛公司1亿～2亿美元的资金？

对。一天之内发生了8次这种小插曲，当最大的波动发生时，我损失了大约4 000万美元。我依然记得这种势不可挡的欲望——坚持起床、出去散步，并强作镇定假装什么都没有发生的。这是一种如此强烈的情绪。然而，我没有出去散步，而是做了一次深呼吸，然后清空了所有头寸（参见图5-1）。

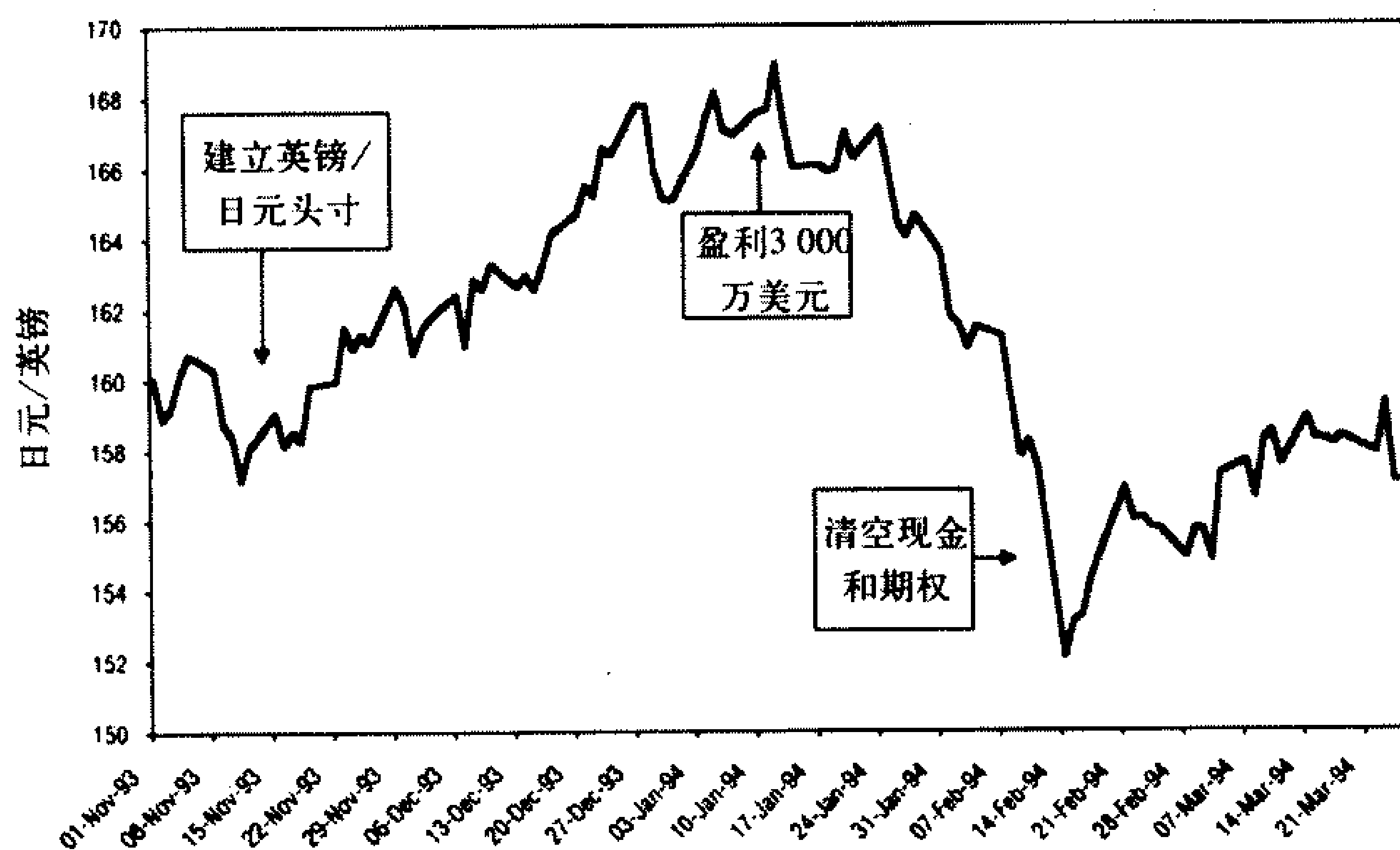


图5-1 英镑/日元汇率，1993～1994

资料来源：Bloomberg.

公司对此只是感到惊讶。那时，部门的一个头儿碰巧正在伦敦的办公室。我来到他的办公室，他问我："克里司汀，坐下，究竟是怎么回事？"

我回答说："我的亏损已经是个未知数，清空了所有的头寸，您希望我去做什么？"

他看着我，然后说："如果你没有清空所有的头寸而来到这里，那么你就不会在高盛公司工作下去了。我现在要你所做的就是出去，把亏损弥补回来，但是要有更低的风险限制。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，美联储开始紧缩政策，而债券市场也开始升温。事实上，通过持有固定收益证券空头，我也只弥补回来35%的损失。

1994年之后，高盛对自营交易部门的结构进行了大刀阔斧式的改革。许多人离开了公司，许多人被辞退了。到了1995年年中，自营交易部门中的纯粹交易人员从20多人下降到只剩下3人。公司让我去运作欧洲的自营交易部门，重建欧洲办事处，但是要用不同的风险授权范围。这就是被我称作“新的自营交易小组”的诞生过程。

你从英镑/日元的交易损失中，学到了哪些经验教训？

过于自信是一件非常危险的事情。理由很简单，你以前的业绩很好并不意味着你将继续获得良好业绩。事实上，当你获得良好的业绩时，正是你处于最危险的时候。过于自信是一个绝对致命的东西。市场可以给你一切，但是市场也能够易如反掌地收回一切。事情进展的多么良好并不重要，你应该总是自己提醒自己，退一步，然后问自己，“可能出什么事情？”事实上，事情进展的越顺利，你就越应该观察你自己的风险所在，观察缺陷的不利之处是什么。

而且，你从来都不应该持有gamma空头。我已经变得对任何持有gamma空头类的交易都非常反感。这种交易包括套息交易（Carry trade），因为我脑海中这本质上是合成的gamma空头交易。我始终强烈认为，全球宏观领域的投资组合应该总是包括gamma多头，而不是gamma空头。作为一个稳健的选择，永远不要持有gamma空头。

GAMMA

Gamma是一个期权价值函数的二阶导数。它是一阶导数的变化率，一阶导数是一个期权的价值与其标注的资产价格波动之间的关系。当一个期权处于平值状态时（标的资产接近执行价格），gamma就很高。深实值或深虚值期权的gamma值，则趋近于0。持有一个期权就等同于持有gamma多头，而出售期权却是创造了一个gamma空头头寸。

在1994年交易中，我所学到最重要的教训就是获得流动性是有成本的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而缺乏流动性的代价将更大。我通过持有一些短期期权的空头，试图减轻我的资金价值的贬值时间。但当市场出现紊乱失衡的现象时，我因为出售期权所产生的损失，远远高于许多倍我出售期权所获得的那点可怜的期权费。通过这次教训，我学会了不仅不能随便地出售期权，更要考虑在存在市场压力或者可能出现市场紊乱时怎样积极寻找购买期权。即使在1994年我没有出售期权，我的状况也好不了多少，因为市场差价缺口太大了。但是，如果我那时持有看跌期权多头，那么整个问题的负担将落在那些给我出售期权的人的肩上。

交易的魅力之处在于你仍然可能会犯同样的错误，但是，希望你只会犯更小规模的错误。比如，现在当我有点过于自信时，我通常会立即记住该教训，一旦市场头寸状况开始对我不利时，我会立即削减部分头寸。我希望看到自己现在更加冷静而明智地思考事情。

作为该故事的一个结尾，做多英镑/日元交易的第二年，业绩情况也不妙，但是在接下来的5年里，英镑/日元的汇率却从130一直飚升到240，每年的套息空间都非常高。然而，我却根本未从中享受到利益，因为市场用它的方式告诉我：我的时机选择，提早了1年（参见图5-2）！

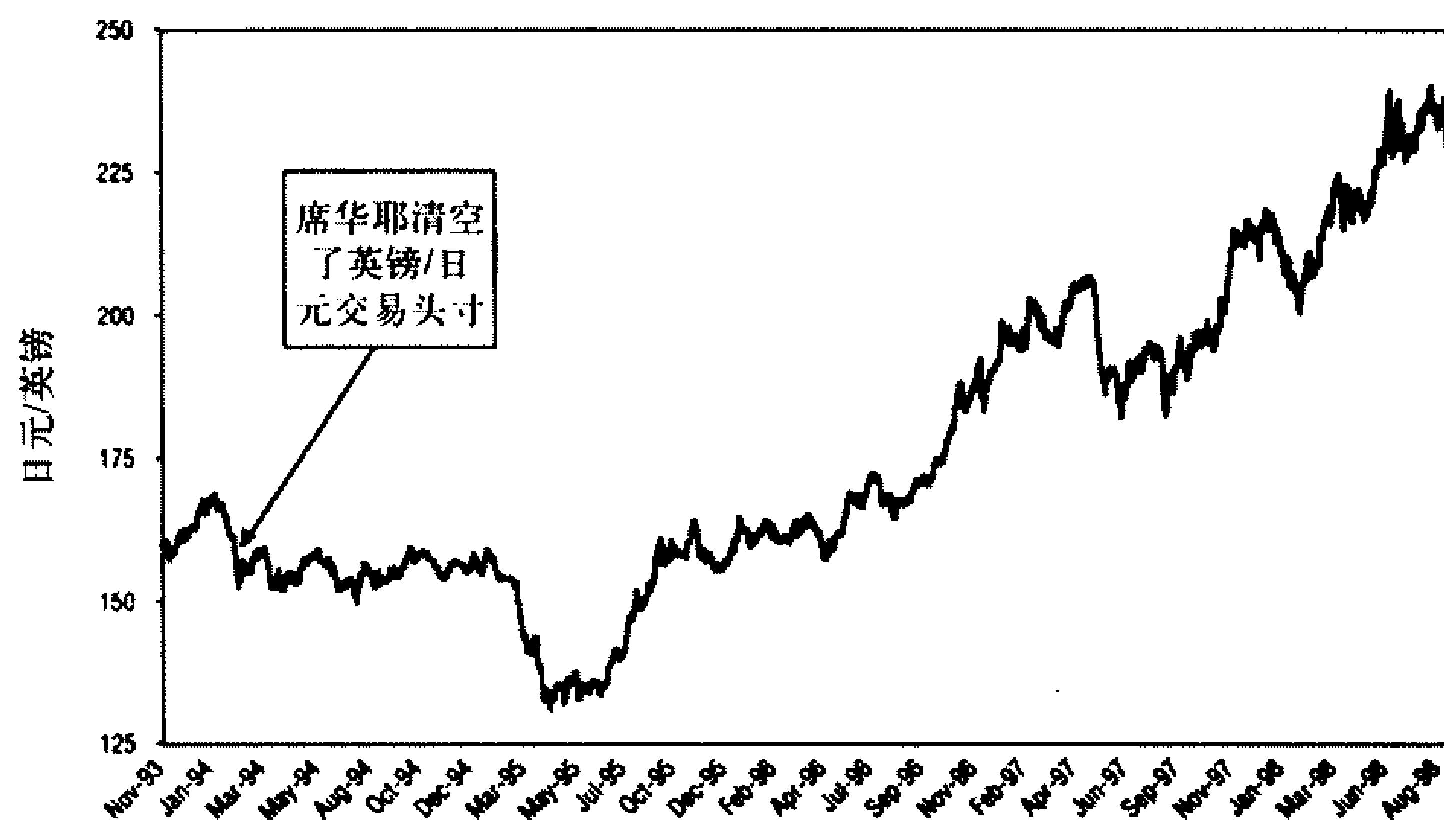


图5-2 英镑/日元，1993～1998

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事后来看，你从英镑/日元的做多交易中清仓出货，是不是有些太胆小了？

市场走势，总是会到它应该去的地方。的确，在我清仓的那一小段日子里，英镑/日元的汇率是在直线下降，然而，当我清仓操作完成了之后，市场行情又开始上升了，奔向它应该去的位置。

市场是无边无际的，但是如果有人知道有一个大的头寸正在被清空，那么他会追逐这个头寸的市场方向。新加坡巴林银行的尼克·里森事件和长期资本管理公司事件，都是经典的例子。市场尽情品位着他们的解体与困境，进行着与他们相对抗的交易。

后来英镑/日元的交易经历被证明有用是吗？

是，这一点确定无疑。1998年的长期资本管理公司和俄罗斯事件是我的转折点。公司在1998年的业绩不是特别好，但是我们的自营商部门在1998年经历了特别辉煌的1年，而我把成功归因于从1994年事件中吸取的经验教训。

1998年，高盛集团有一个建立已经好几年的风险套利部门。部门中都是非常年轻的人，绝大部分拥有博士学位，但相对来说他们都缺乏交易经验。他们都持有这些风险套利头寸，但是同时还管理着许多其他仓位的巨大头寸。与此同时，我们被当成老人，因为我们的年龄都处于30多岁。我们过去时常相互看看对方的头寸，然后说："这将会以眼泪结束。"而当资产组合开始解体时，我们只是对欧洲美元合同进行了加仓（参见图5-3）。

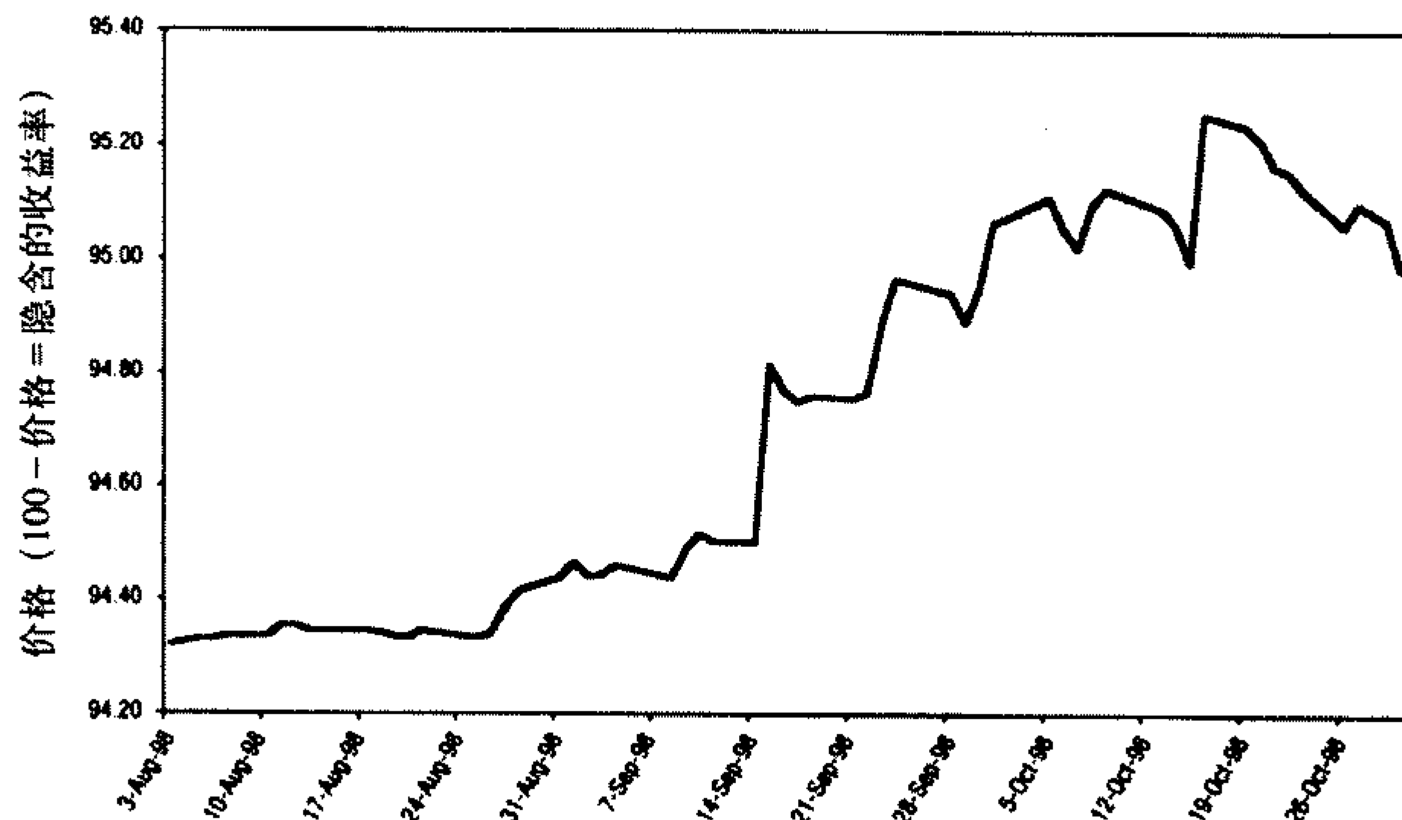


图5-3 欧洲美元期货，1998年夏天

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而这种市场变化，对于我来说，简直是棒极了，因为这就像从外部透视里面，旁观者清。我看着这些伙计在犯与我1994年所犯的同类错误，仅仅因为他们在之前的年份里赚了好多钱。自从1994年以来，1998年是我们业绩最好的1年，但是也因为这些风险套利部门的小伙子损失了好多钱，公司还是完全陷入了困境。

在看到你的同事的做法以及知道他们怎样想之后，你就意识到应该去持有市场的另一端了吗？

是的。因为事情慢慢清晰起来，风险套利部门将会由盛及衰。我与风险套利部门的一个员工十分熟悉，偶尔在回家路上我会载他一程。他23岁，在以前的年度里为公司赚取了大约两千万美金。就我而言，那是相当好的业绩。我记得有一次在和该员工一起回家的路上，我问他现在进展怎样，他回答说："我赚了5000多万，您认为接下来我该怎么做？"

我说："我并不想象祖父对待孙子一样教育你，但是想想其他人今天业绩都不怎么样，而你却高达5000多万，该知足了，平仓。相信我，这已经是个大数目了，你应该感到高兴。"

他看着我说："但是如果我平仓，我会亏损5 000万美元。"

他说的是实话。他的利润/损失那时已超过50，如果他平仓的话，这个就会亏损5 000万美元，因为市场缺乏流动性。当我回到家时，我购买了更多的国库券和欧洲美元，心想："这会使情况变得更糟糕。"

做多欧洲美元，似乎是你最爱做的交易。

它只是一个简单的交易，而且也很清晰明了。当我观察到拯治美国经济的方向出现混乱时，我决定购买欧洲美元，因为那不是能治根的脑科手术。

我依然记得美国2000年之后大减息周期的问题，我和高盛公司风险部门的一个人发生争吵。他质问我："你为什么老是持有欧洲美元多头？你为什么不持有一些南美洲国家的固定收益证券或者投资亚洲国家？多一点多样化？"

我回答道："当美联储处于激进的减息周期中时，我之所以持有欧洲美元多头，因为这是在全世界绝大多数流动市场上最清晰明了的交易。当在流动市场上出现如此清晰明了的可获利的交易时候，我不想持有南美洲国家的固定收益证券或者任何其他东西。"（见图5-4）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

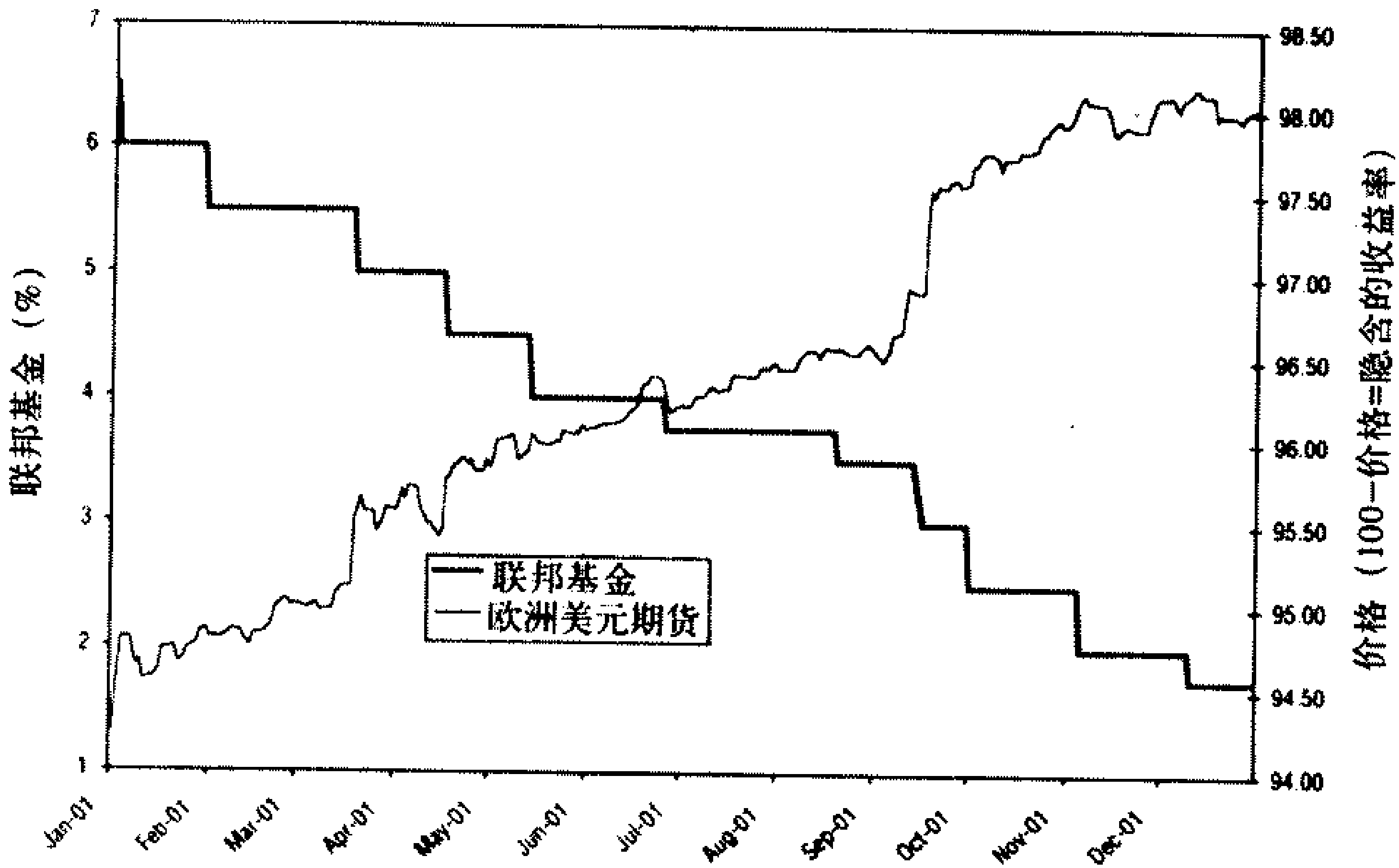


图5-4 联邦基金和欧洲美元期货，2001

资料来源：Bloomberg.

在你的职业生涯中，你在持有固定收益多头和空头上，哪种头寸赚得更多？

多头。而且当你知道市场如何交易时，你会觉得这样做十分合情合理。固定收益的熊市周期较短，因为往往会伴随着强有力的市场重振。在熊市中你也可能赚钱，但是你必须能够完美地掌控交易的时机。你必须拥有那种技能，而那种技巧完全不同于其他技能。作为一个中期玩家，我会主要期待在固定收益市场的上升周期内赚钱。同时，持有固定收益多头实际上是一个合成的gamma多头的交易过程。在超过90%的时间里，如果经济中出现较大的紊乱情况，固定收益证券的收益都会受影响。知道这种情形，我会睡得更安稳。

当然，在固定收益市场熊市的时候，还有许多其他可赚钱的交易，比如说货币交易。当你开始涉足于固定收益市场的熊市时，外汇市场上有更多的机遇存在。

你在交易中，头寸的持有期限有多长？

因事而异。我标榜自己为“中期玩家”，但是现实是当你持有头寸时，5分钟之后，所有的事情都改变了。你必须时刻评估自己为什么进行该交易，以及你是否还应该继续持有它。如果持有该头寸的原因发生改变或者数据改变了，你应该退市。总的来说，我交易的时间期限从零到三四个月不等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你怎样产生点子？你阅读《华尔街研究》吗？

总的来说，我不读。问题是，你是否有时间吸收所有的东西，那太夸张了。我习惯于在我的投资计划快要成型时，叫员工送某些特定文章供我使用，而不是从所有文章中筛选。我需要有助于启发我思考的员工，这就是为什么集体讨论比一个人自言自语地谈交易点子或世界观更有用的原因。从最简单的层次讲，我喜欢观测市场的价格行为。这非常重要，它可以告诉你人们看涨或看跌的时间。我酷爱观测价格，如果我只被允许拥有一件工具，我会选择股市行情报价器，或者类似的东西。

你认为当产生一个想法时，亲自前往实地考察是不是很重要？比如你正在考虑一个与瑞士有关的交易，你会前去瑞士考察吗？

总的来说，不会。如果我在瑞士待一天或一星期，我能了解到什么？难道你会去中央银行的办公室期待他们会告诉你，下周他们会减息？这是惺惺作态。

你对一个地方能够了解很清楚，是因为返回的信息很有价值。如果你在像瑞士或中国这样的地方居住，比如说居住了10年，那么你才会真正拥有发现信息的标杆，这样你才能发现变化或者至少知道寻找什么。

我的妻子在中国待了好多年，我们在那里有很多好朋友。我不再经常去中国，但是我会和那边的朋友交流，而他们会给我描述关于中国所发生的一切，这我清晰地了解中国的状况。但是那同样并不能使我了解中国中央银行，是否会在下周、下月或明年对货币进行重新估值。

通过旅行追求交易灵感，还存在另外一个问题。因为处于纽约或伦敦的金融业中，我们已经对自己的金融过滤器与信息来源产生依赖而这导致我们无法完全真实客观地去观察世界。这样，即使你亲眼去看，也经常不知道真实世界所发生的一切。

你对格林斯潘和中央银行官员的总体看法是什么？你认为他们是不是因为更擅长游戏规则而烫平了市场的波动，或者，他们只是以其他方面为代价来烫平市场的波动？

毫无疑问的是，他们在差别化市场方面已经更擅长，尤其是在美联储。然而，市场似乎相信：“好，现在，这些家伙已经为解决所有事情作了最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力。”可那是天上的馅饼，他们不可能解决根本问题。他们只能拖延时间，而别无其他。我怀疑格林斯潘卸任后真实问题就会显现出来，因为格林斯潘不希望在他任期内发生。

你对于世界经济的长期看法是什么?

我本能地感觉到将来会有许多痛苦，因为我们必须弥补20世纪90年代所欠的账，而这使我担忧。就个人层次和家庭层次而言，我对此表示担心，但是从基金投资的商业角度上讲，这非常棒。正是因为这个行业的两面性，我们得以因经济紊乱和搅动而成功。全球宏观对冲基金交易者在全球经济摇摇欲坠时，业绩反而会更佳。在某种程度上，那是对冲赚钱的好时机。

总的来说，我无法预见1年以后的事，因为事态的发展如此瞬息万变，以至于预测5到10年以后的事很难。我对世界有1年的滚动观点，而且我通过写交易日记来严格约束自己。每个早晨，我重复同样的程序——如果我持有某项头寸，我会问我自己为什么持有该头寸？已经发生了什么变化?

你的利润/损失会告诉你好多事情，但是我认为以持有期为中期的观点来看待交易并不能告诉你一切，因为毫无疑问你会在特定时间点上亏损。事实上，你会在某几天或几星期内亏损，但是那未必意味着头寸是错误的。反过来说，我进行一笔交易而盈利了，但也未必意味着该交易正确。你可能因为错误的原因而赚钱，但是你应该有自控力，就好像亏损一样要适可而止结束交易。

停止因错误原因而盈利的交易，需要不凡的自控力。当那种情况发生时，你应该立即平仓，因为市场中其他真正的聪明人都会这样做，这样错误才可能很快得到修正。应付灾难需要诀窍，因为你不知道你为什么走进去或者不知道从哪里出去，那都是一些常犯错误。

坚持自我约束并遵守市场纪律并非易事，但那就是我为什么保持写交易日记而使自己持有诚实的原因。我希望自己能够百分百地遵守自己的规则。事情似乎总是这样，人们不断地吸取相同的交易教训。市场总是在那里控制你，它完全是你业绩的客观评价者。每日的利润/损失在于你自己，而不可能归咎于其他人。当我发现人们总是尽力为自己的错误找借口时，我总是感

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到匪夷所思。“责任不在我，是因为市场无理智；这不公平，如果公司不让我平仓我的盈利将是个未知数X”等。然而事实上，它们是因为你亏损了X，才叫你平仓的。

鉴于你的中期观点，那么你是借由期权还是现金市场来表达你的观点呢？

我总是把我投资组合中50%～60%的资金用于投资期权。我也进行现金交易，但是那是机会主义的投机取巧。我的中期期权一般是3～6个月，我也会选择一些隔夜期权。比如，如果我持有欧元多头，那么当价位接近我的目标时，我会卖掉隔夜看涨期权购买看跌期权。

你认同这样的说法吗？自营商的投资组合管理风格，平均来说是在交易机会不明显时削减头寸，而当面临大的交易机会时就加大财务杠杆。

是的。我坚信每年都存在三四个大的宏观对冲基金交易的机会。如果你抓住一个，你的收益率会达到很高的个位数；如果你抓住两个，收益率会达到10%～20%之间的某个数字；如果是三四个，那么你的业绩将不可思议地棒。

最难的交易就是不去交易。这可能是那些初涉基金业的人最常犯的错误之一。保持亏损头寸太久，与过度交易一样，都是糟糕透顶。

你在高盛所做的交易中，最喜欢的交易是哪个？

我不太确定是否会用最喜欢这个词，但是在我职业生涯中让我最受益匪浅的，当属英镑/日元那次交易。因为每次当我回忆并且重新审视它时，我就会受益多一点。这个经历对我影响甚大，它涵盖了所有的因素。翻开交易日记，用心思考阅读，你会觉得开卷有益。

我有一个幸运而令人愉悦的交易，是建立在德国政府债券与意大利政府债券之间的利率差价基础上的交易。那是一次我和另一位伙伴合作的盈利丰厚的聪明交易。我始终相信欧洲市场的价值。在20世纪90年代，欧洲市场被严重低估的一件事是建立欧洲货币联盟的政治意志力的信心。

当1995年我们开始盯住趋同交易时，那时意大利政府债券对德国政府债券的差价大约是600个基点。到我们进行交易时，差价大约是500个基点。我们相信意大利最终将会采用欧元，从中期来讲差价会下降到200个基点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最终会趋于平价。因此，我们构建了一个马克/里拉的货币限制波动期权，期权结构设计得非常吸引人。

我们的货币期权人员给我们提供了这种构造，但因为风险/收益比率已经异常地高，所以我们选择了一个适当规模的交易。通常，我不太喜欢这些路径依赖与完美设计的衍生构造组合，但是我们认为如果最终趋同会发生，那么这个期权构造将前景辉煌。

这件事情进行得非常成功，但是因为我们的所有交易都在内部进行，因此我们自己的期权交易柜台显得异常拥挤。我们的交易对手在这笔交易中严重缺乏流动性，而变得加倍的筋疲力尽，因为每当意大利表明得更有可能采用欧元时，差价就会变得更少，这样他们就必须尽力压平头寸。

与此同时，我们却坐在那里欢呼胜利，因为我们赚钱快得就如同印刷钞票一样。最终，高层管理人员不得不出来干预，叫我们结束交易，因为我们这样等同于在扼杀那些特许交易员。我们在1999年的年终结束了交易，只因为我们被命令必须这样。但是如果我们和其他人一样继续进行交易，我们可能会保持这笔交易直到欧元诞生。我们一直保持差价到50个基点，这笔交易真是让人觉得痛快（参见图5-5）。

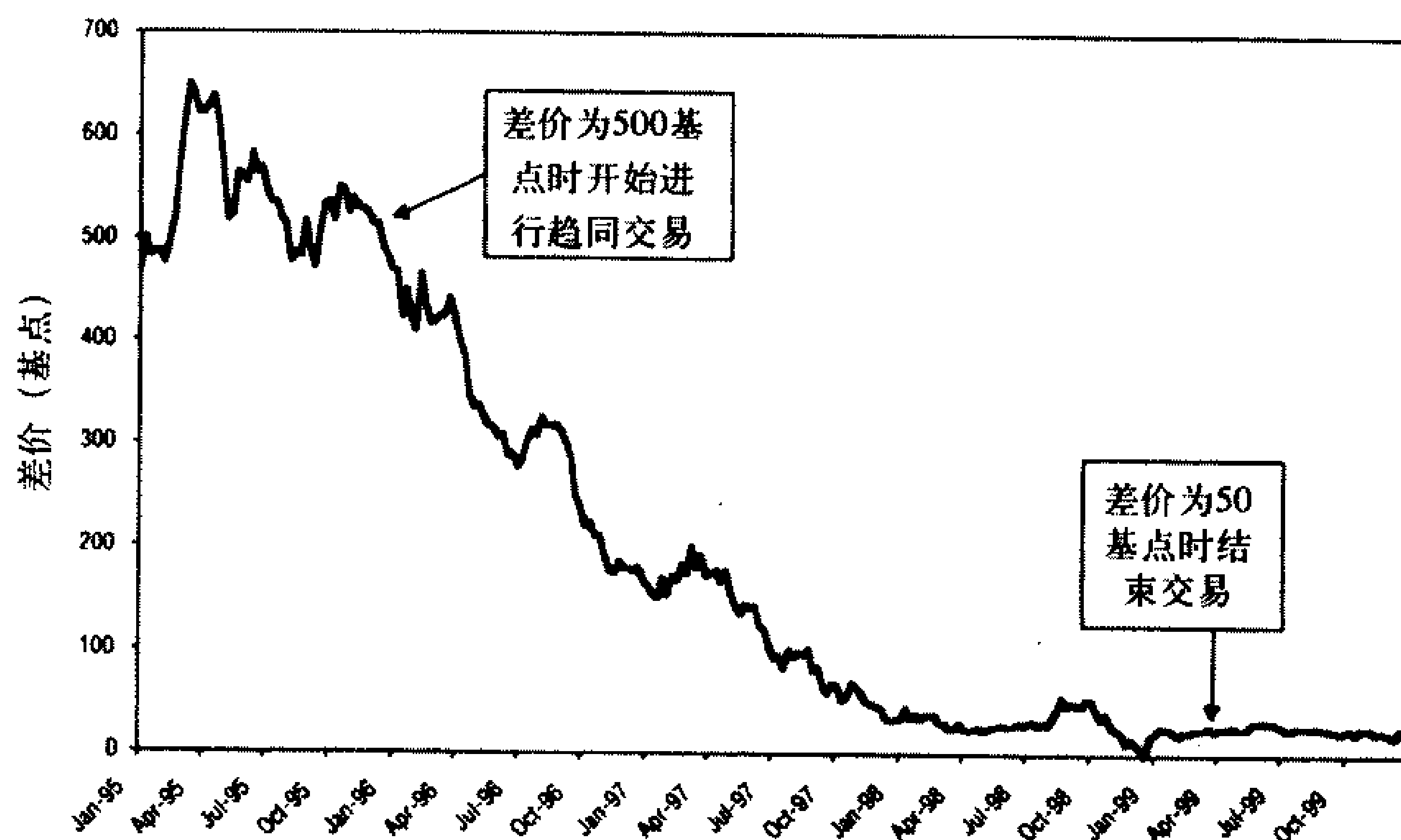


图5-5 10年期德国政府债券与意大利政府债券差价交易，1995～1999

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那可能是我所有交易中期限最长的一个。通常，满足于现状是不理智的，对即时事件本能地做出快速反应并开展交易才是聪明的。这笔交易背后蕴涵了我的许多思考，而这种思考也确实起到了作用。

你能告诉我你所抓住的一个即时事件交易吗?

我所满意的一次交易，发生在1992年英镑从欧洲汇率机制中脱离的那段期间。像索罗斯和其他人一样，我在对英镑下注中赚得不多，但是在对英镑利率的赌注中我却十分成功。

在英国政府提高利率保卫英镑期间，我购买了看空英镑利率的期货期权。当英国经济元气大伤时，利率提高，很明显这是政府一个非常愚蠢的举动。事情的结局是，我以10%和13%的交割价格购买了英镑利率空头的期货期权。当华尔街的价格剧烈波动至顶峰时，期权价格很贵，但是在发生大事件时，隐含的波动性又总是被严重低估，结果我们捡了个大便宜。我最大的错误就是太早平仓。我赚了一大把，但是如果我再继续持有头寸一两个月，那么至少能多赚两倍多。

谈到紧急事件交易，华尔街日报有一篇关于“9·11”交易的文章。我知道，对于业外人士来说从灾难中发财似乎有悖常理，但是当你进行交易时，你的工作就是做出反应，保护你投资者的资产。

天行有常，不以尧存，不以舜亡，市场通常会按照它自身的发展趋势进展。但它们并没有那样发展，是因为我在积极地进行交易——它们本应该无论如何都要那样发展。没有人能够削减美国固定收益市场空头方的利润到几个基点，但是，美联储有能力做到这点。

在2001年9月11号那天早上，我已经持有固定收益多头，我坚信美国经济会虚弱不振。1年来，我已经合理地持有着适当的头寸规模。当时在伦敦的高盛交易大厅，我依然记得有人说：“一架飞机撞到了世界贸易中心大楼的一角。”我从电视中观察到的第一件事是那天天气很晴朗。我曾是一个直升机飞行员，我有过14年的飞行经验。我知道当你所驾驶的飞机下落时，你不会选择飞向最高的建筑。恰恰相反，你会飞向河流或者一块平地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安然渡过重重的困难，高盛投向更具风险的赌注

2001年9月11号，在恐怖分子挟持第一架客机撞击世界贸易中心之后，根据他人回忆，当时在伦敦交易大厅的席华耶先生，立即跟一个同事说该灾难不可能是意外，因为纽约的天气很晴朗，他推断该飞机坠毁是蓄意人为的。席华耶先生立即平仓了那些经历巨大的恐怖事件之后会下降的多头头寸。他快速地购买期权，这使得他获得了在未来以特定价格购买政府债券的权力。随着恐怖袭击消息的扩散，其他投资者纷纷转移到其他相对安全的债券，并抬高了债券价格，这使得席华耶先生获得了可观的投资盈利。

资料来源：格雷戈里·楚克曼(Gregory Zuckerman)和苏珊·克雷格(Susanne Craig)，"安然度过重重困难期间，高盛下更具风险的赌注"华尔街日报，2002年12月17日。

我立即想到，"恐怖活动。"这将会重击消费者的敏感情绪，而这也是那时保持美国经济不消沉的唯一源泉。在第一架飞机撞击之后，第二架撞击之前，我马上购买了欧洲美元和欧洲美元的看涨期权。那天价格上升居然没有超过13个基点，这让我感到非常奇怪。市场对于这件大事可能出现的后果的反应，真是令人难以置信地慢（参见图5-6）。

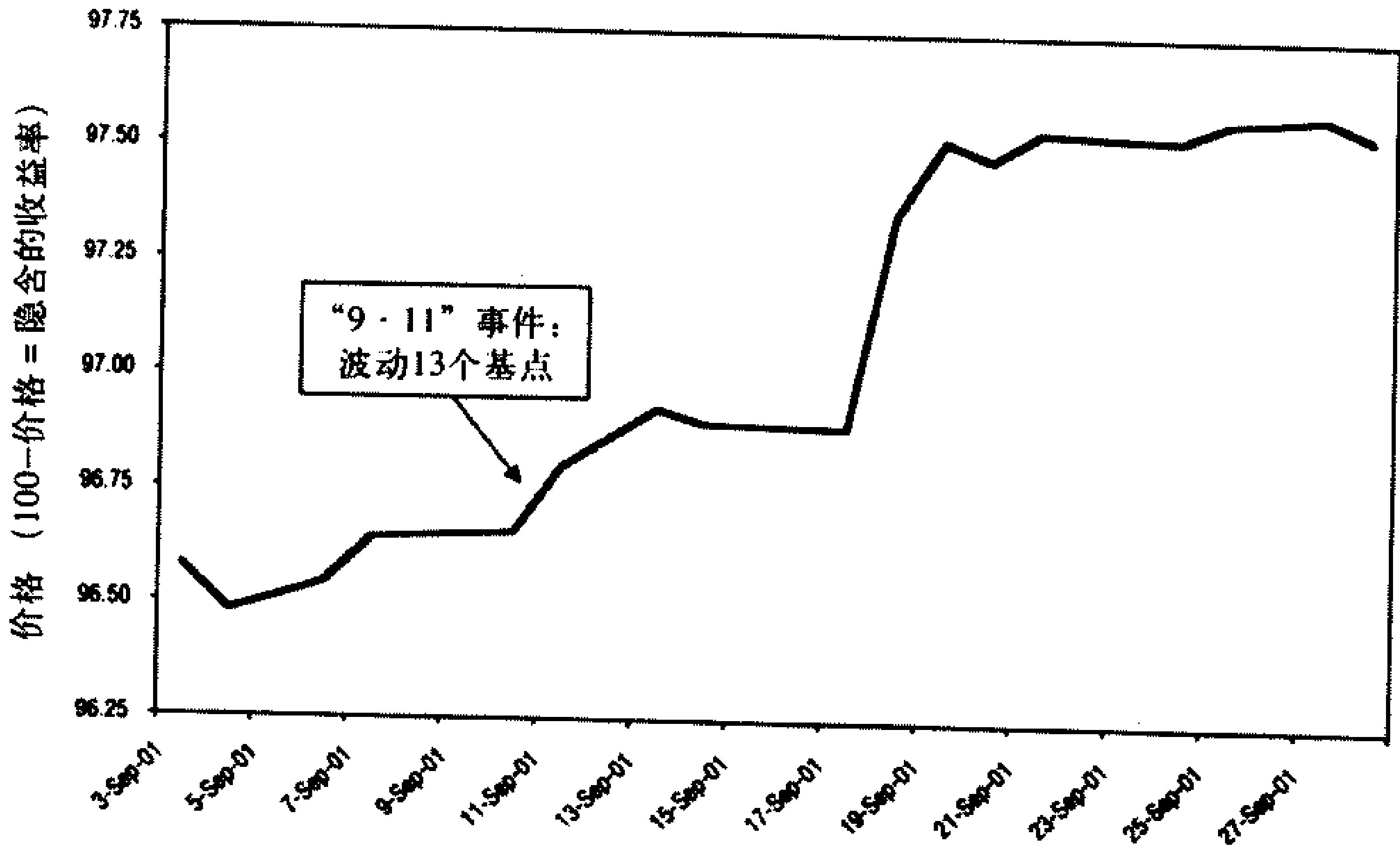


图5-6 欧洲美元期货，2001年9月

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于曾作过一名飞行员而“9·11”事件发生那天又恰好身处于办公室，这使得你可以做成这笔交易，受到人们的羡慕。但如果那时你出去喝咖啡或者开会，那么这笔交易也就不会发生了，是吗？

也许是吧，但是就像我所说的，市场反应非常缓慢。我认为市场之所以神秘的一点就是市场对大事件的反应异常迟钝，而我找不到其中的原因。这是一个经典的例子，但由于众所周知的原因，事实上我本人并不怎么喜欢谈论它。

但现在，让我们还是谈谈该事件。如果该恐怖袭击发生在雅加达或者伦敦，那么其对市场的冲击将会小得多。英国已经经历过一次重大的恐怖炸弹袭击，因而市场也产生了部分免疫力。而美国的情形完全不同，在美国本土从未发生过如此大的外国恐怖袭击事件，因此交易的细微差别不仅仅是经济上的，同样也是文化上的。所有这些事情，创造了我们所做一切合情合理的根源，增加了一层使市场看起来更神奇更有趣的面纱。［注意：这次采访发生在伦敦地铁遭炸弹袭击的前几个月，而该次袭击对市场的影响甚微。］

你曾经告诉我“你记不住昨天的事”，那有助于你的交易吗？

这是我在高盛公司的同事中流传已久的笑话。我对某些事的记忆能力特别强，但是有时我对任何其他人都熟知的市场历史却几乎记不清楚。如果你问我两年前美元市场发生了什么，我就得回头看以前的图表。通常，我把它当成一种交易优势，因为我不会受过去所发生事件的影响。

历史能够成为一个非常实用的比较基准，但是前提是只有所有的事放在正确的背景里。我们身处哪个周期中？X代表与上次完全不同的事情吗？是否存在通货膨胀？是否存在通货紧缩？

人们花太多的时间来谈论这些事情，比如，“这就是在1987年市场所发生的，非常类似，因此我会进行该交易。”或者，“这就是1994年当紧缩周期开始时所发生的，因此这次也会发生同样的事情。”我不喜欢这种态度。市场千变万化，而人的反应也会千奇百异，这要比仅仅观察上次所发生的事情与变化更加微妙。

我记得直到20世纪90年代初期，每当股票市场一震荡，人们就会倾巢出动购买固定收益证券，因为他们已经形成思维定势。现在有一整代的交易员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了知道低通货膨胀，对其他的东西都一无所知，比如“什么是通货膨胀？”

我很幸运地与一位有着超过30年交易经验的自营商贝内特·葛劳共事。布雷顿森林体系解体前一天刚好是他第一天上班。我可以观察数据和图表，但是他却能看到和感觉到与这些事件相关的市场情绪，而你是不可能从教科书中获取到这些知识的。

因此，这是一种混合作用。你能简单地快照任何一件单一的事件，但是你却遗忘了很多其他东西，因此围绕事件再来研究历史是很有价值的。你必须把每一件事放在正确的背景之下，但那并非易事。

上次见面，你还是在高盛公司，当时正在进行一个试验。你雇用了许多没有交易经验的年轻人，给他们交易限制额度。那时，他们当中有个伙计是交易柜台中表现最优秀的。你那个试验的最终结果怎么样？

首先谈一下背景。在20世纪90年代初期，高盛公司一直采取吸收年轻人到自营商部门，然后粗制滥造地培养一阵子，再从中挖掘有天赋交易人才的策略。但成功率极低，至多只有5%。我叫停了该做法，因为这是在破坏有潜在能力的才华横溢者的职业前途。一旦他们在自营买卖交易中暂时受到了挫败，他们就成为了废物，公司中任何其他人都不愿用他们。而且，因为成功率如此之低，根本不值得花力气培训他们。因此在1995年我停止了该做法，推出了一项政策，我们只雇用那些我认识或者我们团队中的人自己认识的有经验的交易员。

与雇用20岁左右的年轻人相比，同富有经验的交易员共事存在巨大的优势，因为这将需要更少的管理事务的时间。我酷爱交易、管理风险和投资组合。我的哲学是雇用诚实可靠、富有经验的交易员，然后让他们自己管理自己。

这项试验进展怎么样？我们从公司中选择了一些非交易员上岗，然后给他们以结构头寸限制。有一个人积极进取，自信十足，而且从第一天开始就表现出了对市场的良好感觉。总的来说，这项改革还是成功的。在她成为全职自营交易员的第一年，她就成为了部门中最大的利润/损失创造者之一。因此，不久以后她就拥有了离开高盛而到另外一家巨型对冲基金公司谋职的资历。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的来说，你雇用自营交易员时寻求的特征是什么？

充满热情和谦虚是我所寻求的主要品质，但是首先并且最重要的是——听起来有点虚伪与上不了台面——我会问我自己，“这是个优秀的人吗？这是我愿意与他相临而坐、信任他并且与之共同工作的人吗？”对于我来说，诚实是雇用时要考虑的唯一的最重要的特征。

对于那些有志于成为高盛公司自营交易部门负责人的人，你对他们有什么建议？

许多时候成功归因于运气，但是保持谦虚的心态可能是最重要的。如果你不谦逊，你不可能待太久。同时，你还必须尽情享受工作。太多的人进入该行业是为了赚大钱，但是随着时间的流逝太执着于此，最终不会有好结果。

我愿意把手放在胸口发誓说，我没有被市场所累倒。对于我来说，不存在好运气和坏运气之分。1994年当我决定是否要清仓出来的时候，我确实感到了压力，但是从这件事之后，我几乎能够处理任何事情。

这些年来，大家对我最好的一个赞扬就是一个交易员曾对我说：“我永远也无法区分出你今天的运气好还是差。”那也许是在工作场所人们对我说过的最动听的话。我见过人们处于异常紧张的情形，如果你感到紧张，你就不可能有效地干好这份差事。

在你职业生涯中什么时候你发现自己富有才能？

事实上，我并不确定我自己有交易才能。在该行业我取得的相当多的成功，要归于处于正确的时间和地点。1994年，我处于关键时期。我本来已经应该被炒鱿鱼了，但是恰恰相反我反而被提升。有一些事件发生时我会想：“该死的，我是如此幸运就在这里，而不是任何其他地方。”

如果你在1994年跳槽或者被炒鱿鱼，你会怎么做？

我拥有相当丰富的背景。在上大学之前我离开学校干了两年电脑程序设计员的工作。在大学时，我开始学习航空学和航天电子学，因为我一直酷爱飞行器，然后我改学发展经济学。老实说，我真的不知道我自己都做了些什么。我只是感觉到，能够从事一份也是我爱好的工作，是如此令人难以置信的幸运。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你最初的计划是工作一年然后回到学校，是什么促使你留下继续工作?

很有趣。我事实上从未思考过成功。我只是发现市场是完全令人神魂颠倒和具有挑战性的。我猜想我如果继续做下去的话，我看起来会在此领域拥有某种优势。

你向你的交易员推荐什么样的书?

我最喜欢的与市场有关的书是《股票操盘手回忆录》(Reminiscences of a Stock Operator)，作者是爱德温·李费佛（Edwin Lefevre)。我已经阅读了四五次，而且我每次看时都爱不释手。他谈论每一件事，关于风险、骄傲和热情，每一样东西都让人回味无穷。

对那些为你工作的交易员你有什么担忧?

我过去常常担心团队中有那种调皮捣蛋的交易员，但是现在我对此的观点是，如果有人让你失眠，那么这个人就不应该继续留在这里。在此后10年里，我从未遇见过顶撞我的人。事实上我对此非常引以为豪，而且总的来说我睡得很安稳。

你认为分配给交易员的资金，对他们的业绩有影响吗?

这是几乎确定无疑的。我在高盛已经见证过好几次。一个交易员的操作已经达到良好的标准，但他们会自己给自己增加压力，让自己承担更多的风险，这样他们就会以完全的精力投入到交易中去了。这就好比他们拥有一块玻璃天花板。我不知道这样是否会有内部问题或者是其他问题。但你也许不能使这种状态合理化、常规化，因为我知道你不能逼迫他们做超出自己意愿的事。我已经和这些人中的部分人一起工作了很多年。我对他们说："增加你们的风险头寸持有"，他们尝试了，但是总的来说后果是灾难性的。我没有听说过有人能在极短的时间内，完成巨大的飞跃。

你实现了大飞跃

对的，但是是在两个方向上都实现了大飞跃，1993年之前是上升的飞跃，1994年之后却是下降的飞跃。在1994年之后，我花了很长时间才恢复到我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1993年和1994年管理时的风险水平。

管理1亿美金和管理10亿美金存在巨大差别。你必须对流动性有很深刻的理解，这也是我为什么转战到主要市场或七国集团的原因之一。对于我来说，风险就是流动性，而那也是我从未持有gamma空头的原因之一。

但是实际上，我真的不太关心我是进行100万的交易还是10亿的交易，规模大小关系不大。我所关心的是，投入工作并享受交易乐趣。我充分地希望自己进行的是有意义的资金的交易，但是我更希望操作一个更小的基金而拥有更高的收益，而不是一个伴随低收益的大基金。经济上的收益也许并没有多么大区别，但是我知道自己更喜欢哪种交易。我更喜欢在提高业绩范畴的表现上下工夫，因为你可获得的自由会更多。

对你来说，交易现在还是充满了乐趣吗？

是的，交易还是充满乐趣。不同的是，乐趣的高点已经达不到以前那么高了，而低点却比以前低一点。似乎有背常理，如今我发现身处交易的艰难时期比在交易合适时期捕捉到市场趋势更有意思。当我在强烈地摸索某事但是还没有得到突破时，我觉得更具有挑战性。而且，市道不佳时尽力把钱赚回来比在市道好时采用杠杆交易而赚的钱更多，这也更具有挑战性。然而，不要误解我的意思。就交易乐趣来说，试图击败市场是我想表达的所有意思，那就意味着你真正正确地把握了市场。

在你职业生涯的过程当中，全球宏观对冲基金市场是否发生了变化？

市场已经发生了改变，而且影响的力量已经迥然不同了。我记得在1987年，我们只是紧密地关注货币供应量的数字。人们甚至都不知道什么时候退出市场。但现在，焦点已经发生了明显的变化，你必须拥有观测市场变化并且适应它的能力。这是个持之以恒的过程。这是你之所以会发现有人在四五年内干的好，但是之后就销声匿迹的原因。

市场经历了巨大的变化，伴随着对冲基金数目的激增，很明显我们现在已经进入了全球化的经济时代。结果是全球市场之间的联系变得更加盘根错节、紧密相关。我不敢确定是否市场使基金交易更加艰难，现在唯一能确定的是宏观基金市场已经大大不同从前了。再次说到市场影响力——市场时刻都在变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对冲基金数目的激增是怎样改变全球宏观投资的博弈战场的？

我记得在20世纪90年代初期，每个人都知道市场的大玩家是老虎基金和索罗斯。他们管理着数十亿的美元资金，他们能够操纵市场。即使他们交易出错，在某些情况下依然可以使市场波动率到5%或者更多。如今，对冲基金加起来所管理的总资产更多，但是每个人都试图追逐同样的机会，进入同样多的获利大门。

基金所拥有的任何优势，都可变成一个大筹码。你有必要去发现优势，并且尽其所能去发挥、利用这种优势。这些优势，可以是简单地持有头寸的不同期限，还可以是交易风格，甚至可以是交易系统。另外一个优势的来源，是你背后拥有的一些合适的、知识渊博的投资者的支撑。似乎全球宏观基金圈的人都存在许多共性，他们都拥有相同的非常严格的止损规则。

我已经告诉过投资者，"我不会答应你给自己设置一个波动性限制。因为当市场出现大的紊乱时，投资组合的波动性将非常高。但是我们会通过那些定价不准确的期权，来构建我们的投资组合，这样如果我们正确，那么我们会从期权定价的不准确中获利；但是如果我们出错，我们可以很快平仓。因此很明显，当我们的交易策略正确时，市场会出现高波动性。"

如果你能说服投资者相信这一点，你就获得了优势。太多的人为了获得资金而情愿满足投资者的一切要求。我有一次对一个投资者说："如果你只想每月稳赚1%，那么你为什么要选择投资宏观基金呢？你应该购买债券投资组合指数。"

你对投资者给你的交易设限，是否感到担心？

当然！确保不要去摇动狗的尾巴，这一点至关重要。对冲基金的投资者倾向于鼓励过度交易，这是我所避讳的。一些投资者不喜欢听我的忠告，比如，我们可能两三个月内会无所事事，这让我感到十分有趣。一位在业内工作了许多年的朋友曾经告诉我，对投资者的无理要求要坚持己见。每天交易结束时，都会有许多人要求赎回你的基金，但是与其做他们不愿意的事，还不如让其撤资。

我并不认为我的基金收益的波动性水平已经达到了让投资者撤资的程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度。只要我们业绩良好，我们就应该可以拥有高波动性，但这对普通投资者来说，理解这一点是个专业素养的问题。我只会说，如果我们已经捕捉到一个价格变动并且加大了杠杆，那么我们的波动性肯定会发生剧烈变化。投资者可以放心，我永远不会对一个正在亏损的头寸进行杠杆交易。

你是否会告诉你的新投资者，要有大的业绩落差的心理准备？

每隔6个月我们就会大规模地重置一下头寸的仓位状况，但这并不意味着一定是针对市场中大的波动进行的，我认为这只是要检查一下交易头寸的利润/损失情况。从盈利水平为0到亏损10%，这是一个十分严重的负面信号，也是一个投资者不想见到的业绩落差。但从另一方面讲，我跟投资者说，如果我们已经赚了30%或者40%，我就不会太担心在某段时期内有10%的利润下滑，只要我们的市场操作没有大的失误的话。我的投资哲学是当市场行情看好而我们又有较大把握时，我们将尽力地加仓以扩大盈利。同样是10%的落差，但盈利水平从30%下降为20%与从0%下降为-10%，这二者给投资人带来的心理感受是有很大差别的。

只要我们赚到钱了，我们每隔6个月就会派发业绩分红，这意味着我们每隔6个月都要从0%的起点上重新开始布局我们的盈亏。我们的财务会计结算年度是在9月，此外在每年3月还安排一次业绩分红。这样安排，我们可在日历年度末期期间积极地进行交易，那个期间往往有很多有意思的投资机会。

我花了很长时间思考的一件事是，怎样把银行自营买卖的交易风格模式移植到对冲基金的投资环境中。大多数到我这来工作的交易员，以前都是银行自营商部门的交易员，我不想把我们的核心交易风格与策略改变太多，这是为了更好地发挥我们以前积累下来的经验。

与基金相比，赚钱的时候自营买卖收益的波动性可能会高得惊人，因为银行与基金的业务特点有很大的不同。当然，高盛是把自营买卖部门看成一个看涨期权，用来对冲特许专营部门业绩糟糕时的风险（特许专营部门投资的产品相当于是长期存货，不管投资的是股票还是固定收益证券）。

他们会非常理性地观察历史并不断自问，“我们什么时候可能亏钱？”当然是经济紧缩期与发生信用事件时。在这样的时候，银行总是把期望寄托

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在自营买卖部门的超额收益上，希望它们能弥补特许专营部门带来的收入下降。但在专营部门的好日子里，如果自营部门能赚钱，银行也会很高兴，但这时自营部门明显就不是他们关注的重点了。银行要求自营买卖部门能做到的是，在任何时候都不要亏钱。因此，在专营部门做得很好的时候，银行希望自营部门的收益水平在0～2位数之间，但在市场发生了较大混乱与波动的岁月里，银行期望自营部门能够力转乾坤。

在高盛时，我们在1998年美联储减息期间运营着大量的头寸。只有当我们已经赚了丰厚的利润时，我们才允许我们的盈亏波动振幅很大。我们以绝对收益的标准来看待我们的盈利水平。当我们已经赚了数10亿美元时，我们对未来有了一个清晰的看法，即我们将从我们高水准的盈利水平上面临一个适当的业绩下滑，因为我们认为在其他条件不变的情况下，那将是一个正常的市场修正。

但我并不认为我们能在基金管理中这样操盘，正是为了减少收益的波动性，我才打算每隔6个月重置一下净资产价值。波动性大大下降的原因在于，你把一个交易员的盈亏重置为0，这样他突然之间就少了X百万美元的净利润作为冒险的垫底资金，从而在进行风险性下注时会更加小心谨慎。

你会要求你的交易员清空头寸的水准达到你的重置水平吗?

不，根本不会。我所期待的是，如果他们真的长期持有头寸，他们至少应该降低风险，关键是要有盈亏交易的概念。类似高盛的方法，如果你该年经营惨淡，并且头寸规模小，这时就没有必要改变你的赌注；如果你该年运气不错，仓位头寸较大，因此你在新的一年里有必要降低头寸，在你再次交易大头寸时要看一下盈亏水平。

没有进行实际交易的人，其实是难以理解这一点的。我记得高盛的首席营运官对我说："克里司汀，那完全不理性，因为第一天的机会和我把你的盈亏平衡点设置为零的前一天的机会是几乎相同的。"

我回答说："我知道，从概率上说是这样，但是从心理角度说完全不同。你刚刚把我的盈亏平衡设置为零，我就会采取不同的交易方式。如果你要我做相同的交易，那么请许可我以循环滚动的盈亏以及相应的业绩结构"。事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实是从理论上说他绝对正确，但是如果你按你的盈亏方式来交易，他的说法就不太有效了。

你能告诉我更多在新的对冲基金框架下有关交易风格的事吗?

我会雇用各种各样的交易员，既有中期型交易员，又有短期型，我们将使用模型。我从来都不太相信模型，但是因为它已经成为当下市场环境如此重要的一部分，以至于你不得不对它们所起的作用有一个良好的感知。虽然它在投资组合决策中只起很小的一部分作用，但是我们可以利用它作为指示器。然后，我们会用被我称为“事件/风险的机遇驱动型交易”来附加在基础投资组合上，即利用那些你每年都在尽力捕捉的事件驱动型的混乱的市场价格。

你会把为你工作的雇员当成风向标或者市场形势的指示器吗?

一些交易员能起到那样的作用。市场情绪占了很大一部分，而你应该花很大一部分时间与那些试图弄清市场究竟是多头还是空头、是牛市还是熊市的人交流，这对于你判断市场形势很有帮助。投资者的心理和情绪，是决定市场走向的重要因素。没有人因创新而获得回报，而你却因赚钱而获得了补偿。只要我自己清楚地知道我为什么要进行这种交易，我就乐意接受别人的意见并和他们一起交易。

当我1995年重建自营商部门时，我希望该部门很小，主要因为我希望了解认识所在部门所有的员工。我希望我能非常关心和我一起工作的人。我希望晚上能够睡得安稳，不必去担心抽屉底下的筹码，因此我倾向于与那些年纪更大、富有经验并且是我认识且信任的人一起共事。

我尽力在我的公司里创造上述的氛围。我不会和那些没有和我一起工作过的或认识不太久的人共事。那对于我来说这很重要。原因很简单，你会知道他们来自哪里，他们怎样交易等。但是那些更难以用言语表达的东西更重要，比如人们之间的相互尊重和信任。

在一个人们互不熟悉的环境里，你会感到紧张。有时人们错过一些交易，只是因为他们不希望让人感觉他们在复制同事的交易。如果人们之间相互了解对方以及对方的工作风格，那么就能避免那种会影响业绩的愚蠢做法。

那些自信的交易员会做他们愿意做的交易，并且当他们不喜欢时可以自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主地退出该交易。他们甚至会与众不同地反其道而行，做恰恰相反的交易，而我最乐意这种做法。我和持有多头的人、持有空头的人共事不会产生问题，因为他们有不同的时间期限、不同的原因，但总的来说，他们都希望赚钱。

如果风险太偏向于某一方向而使你不满意时，你会覆盖你的交易员的头寸吗？或者，你是不是只会集中关注你自己的资金池？

我们不会进行覆盖或进行反向对冲。如果总投资组合并没有呈现合适的风险特征，那么我会要求个体投资组合管理者相应调整其风险，从而使得总风险处于合适水平。每一个交易者都有自己的投资组合，他们会管理自己的资金。我们会制定一个公司基本层次的风险覆盖水平标准，对于个体投资组合风险分配这可能会产生争议，但是对公司层面上主要的基本风险水平的确定则很少存在争议。弄清楚你身处的经济周期的哪个阶段以及事情将会怎么发展，并不需要太多智慧，但是如果你弄明白了，那意味着你将身处一个非常有趣的环境中。

总的来说，我们会在广泛的宏观主题上达成一致，比如我们对利率走势的判断，究竟是处于上调期还是下调期？从最简单的层次讲，那正是我们竭力做的，因为根据历史记录，我们赚的钱绝大部分都来自固定收益交易。外汇交易收益只是锦上添花，因此这样做是极其理性的。利率水平的确定总会存在一个基准，但是几乎没有人能够准确地告诉我欧元的基本价值究竟应该是1还是应该是2，或者是两者之间的某个确定的值。

现在，我们实际上处于这样一个位置——似乎人们已被分为两派。一派认为美国未来几年将保持3%的适当增长率，而另一派认为我们正处于经济增长顶峰并即将步入下滑期，但是这两派的看法势均力敌。

假设基金中强势美元的分配与银行自营部门信用额度的分配存在差别，那么你怎样和你的交易员做资金分配决策？

每日交易结束，都有一个风险与报酬的问题。我所有的经理人都有很长的可追溯记录，因此我可以为每个交易员设置一个满意的亏损水平，然后根据这个分配资金。我会和每个交易员一起达成一个令他们满意的数目。分配过多的资金绝对没有意义，因为管理者会搜索和进入新的投资领域，而经验

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告诉我，那时正是多事之秋。

一个基金的结构与所有权完全至关重要，我总是管理比我所能管理的资金数目更少的资金。我已经把超过50%的公司所有权交给交易员和管理人员，不仅仅为了吸引、激励他们，更是为了使业务更具有广泛的代表性。在任何时候我都不会管理超过基金50%的资金，因为那样会有损多样化。另外，我不想比八九个著名的高级交易员管理的资金更多。在高盛的14年里，我发现那是最适宜的数字。一旦超过这个数字，你就会开始散失团队精神。我所有的交易员都是合伙人，我期望随着时间的流逝他们每赚一些钱的时候，都能投一部分个人的钱到基金中去，我希望最终他们每人至少投入100万美元的私人资金到基金中去。

另外一个特别之处在于所有的交易员的报酬只限于他们所赚到的。许多其他基金公司，高级交易员会提取一部分基金业绩费用，而我不喜欢这样。我只希望得到自己所赚的。我热爱交易，我不知道我为什么应该从别人的业绩中直接受益。

同样我只有一个固定比例的业绩费用提成标准，用来分配给那些非交易员。我希望每个人都得到激励。我的COO和CFO都是合伙人，我不希望他们被资本增长所困扰，因为那是他们得到报酬的方式。他们也要参与这个数目很大的基金池，与我一起分担风险。我希望他们也能随时关注规模和收益的最优平衡，对于他们来说，收益比规模更重要，因为收益是他们补偿的潜在所在地。

你能讨论一下银行自营交易部门和对冲基金之间的类似点和差别在哪里？

其中一个非常相似的地方，是当市场存在扭曲现象时二者增加收益的能力，因为市场机遇只有一个而且是相同的。交易的基本规则完全相同，不管是在银行还是在基金，除了我所说的亏损限制性条款。银行在止损规则上的限制很难会做大的调整，而我们则不同，我们往往会在6个月左右根据市场行情与业绩表现重新设置我们的止损规则。

自从1994年以来，我们在高盛的操盘中从未有过1年亏损，但是当我们干得非常好时却出现了几个波动非常大的年份。当然，如果你拥有能理解这种情形的理性投资者，那种波动是可被重新构造的，有很大的弹性空间。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不认为投资者希望某年亏损，但是当你向他们解释假若他们希望得到真实的翻倍收益，他们就应该去接受在事情进展顺利时出现的一点波动，理性的投资者大多能表示理解。

我实际上相信，除非当你进展顺利时你才愿意去挑战分配头寸的限制额度，以及除非你拥有能理解你的投资者，否则，你不可能会获得翻倍的收益。对不同的操盘手，即使是同一年也必然会存在不同的收益特征，那取决于该年你做得怎么样。那些不能接受事实的人，是不可能会得翻倍收益的。

说到差异性，与大众的观点相反的银行没有设置大笔支出，因为它担心那会影响交易员承担风险的方式。当你完全知道你将获得什么回报时，你不会去挑战限制尺度。事情的趋势是要去思考事情进展的确定性。思维过程是这样的："好的，我已经盈利2 000万。如果我挑战限制尺度，我会盈利4 000万或者什么都没有，但是现在我知道这2 000万中X比例的Y美元，已经稳稳收入到我的囊中。"

从心理上讲，这种思维非常明智且合理。但在高盛，他们希望在扭曲的市场上挑战限制尺度，因此高盛不给我们一个固定大笔支出的确定限制。事实上，他们传达的微妙的，甚至潜意识的信息是，"如果你考虑到压力不挑战限制尺度，我们将会惩罚你。"从他们那方来讲这也是非常聪明的做法，因为正是压力下的突破，才产生了在市场巨大波动期间的翻倍收益。

一些人说投资银行只是为自营部门而设立，因为研究部门的职责只是为销售人员生产一些传给客户的信息，而销售人员再从客户那里获取信息然后传给自营部门。如果没有银行资源，你会觉得不便吗？

我完全不同意这种说法。我在高盛的自营部门工作了14年，我可以告诉你，研究部门根本不是为自营部门而设立。它的建立是为了驱动卖方，完全集中在特许经营业务上。我们从研究人员那里获取的时间和资源与特许经营部门相比，总体来说，微乎其微。那就是人们所说的身处银行外部的一个巨大优势——可以接触更多的信息资源，并且定价非常合适而且相对透明。

高盛公司的客户流有助于你的交易吗？

在20世纪90年代初期进行外汇交易确实如此，但是随着监管越来越严格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们所获得的信息也越来越少，直到我们几乎不能获取任何信息。而且，那种交流并不是像我这样坐在这里去努力抓住未来的50个基点或更大数字的利润。从结构上来说，我们正在寻找5%～10%的波动，因此客户流对于我这种风格的交易并没有那么有效。

你担心交易成本吗？或者因为你正在寻找如此大的波动从而认为它们微不足道？

在高盛，我并不担心这个，因为我走高速。我是公司的合伙人，并且为了提高同志情谊与互助的能力，我们的所有交易都在内部进行。所以，那时我并不担心要支付一个基点或是一个波动额外10%的手续费，因为那实际上只是在公司内部会计账户上转移而已。但我现在做自己的基金，我就比较担心这个问题了。

关于创立基金，你现在最担心的什么？

业绩。这是“是骡子是马，牵出来遛遛”的真理——考验你的真工夫的关键因素。每日交易结束时，一切事情都是关于赚取多少收益。

同时，管理一个对冲基金比银行自营交易可能更公开，大家都看着你呢！对于我来说，也许那会成为最困难的事情。这种情形非常类似于当一个年轻人从一个不同的部门加入自营部门。毫无疑问有一些人希望看到你失败，对于你那是压力。但是正是这种压力，使得我一直热情高涨、充满斗志。

你认为你是和市场竞争还是和其他对冲基金竞争？

最终是市场，毫无疑问。我不会去担心其他对冲基金。世界是如此之大，而我希望他们都很好。我只会担心我自己将来是否干得好，那意味着战胜了市场。然而，如果我说每月结束时我不会回头检查一下我们是否在同行中富有竞争力，那我就是在撒谎。

以上是我所得到的所有信息，你希望再补充一些睿智之言吗？

不好意思，我缺乏睿智的言论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章

研 究 员

安德列斯·卓布尼博士
卓布尼全球咨询顾问公司

在对冲基金业和金融市场瞬息万变的世界里，企业的研究部门正在经历极大的变革。以前，主要投资银行会为顶级分析师数百页的分析报告支付一大笔钱，分析师因支持特许企业而获利丰厚，但是这样的日子现在已经一去不复返了。类似地，甚至许多大型对冲基金都开始精减人员，不再聘用内部研究团队以满足那些宏观交易员观察整个世界的需求。但是与此同时，剧变也孕育着机会。

安德列斯·卓布尼博士是学术圈的一个经济学家，他以前是华尔街首席经济学家和自营商，而现在是一个独立的研究公司——卓布尼全球咨询顾问公司的战略家。他是我的商业伙伴，尽管我们拥有一个相同的不常见的姓，但是我们没有亲戚关系。

因为上述的原因，我心中举棋不定，考虑是否在本书中写下与卓布尼的访谈，但是最后我决定应该像对待其他顶级从业者一样对待他。虽然他并不像其他被访问者那样积极活跃地赚钱，但是他横跨市场三栖（学术、研究和交易）的渊博知识和独特背景，对本书来说充满了特定价值，更不用说目前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝大多数顶级的全球宏观交易员都在阅读他的报告，并且定期地与他讨论市场的这种情况。

卓布尼在剑桥国王学院获得博士学位，然后担任剑桥国王学院和伦敦大学的经济学教授，这开启了他丰富多姿的职业篇章。卓布尼33岁时，银行家信托公司研究部门的负责人看到卓布尼写给《金融时报》编辑者的信后立即雇用了他，从此他进入了金融市场。在很短的时间内，他成为了首席经济学家和研究部门的负责人，但是，他视头衔为粪土。之后，他前去瑞士信贷第一波士顿银行（CSFB），帮助建立全球货币交易运营机制。

卓布尼从来都没有适应华尔街的保守世界，他在1998年春天辞职，搬到南加利福尼亚州海滩，重新开始了学生生活。他是个行为古怪的人，因此很明显我第一次见到卓布尼时会诧异他为什么没有完全适应华尔街的生活。他讨厌戴领带，对纽扣特别反感，从不穿鞋子。他非常热情亲切，从不害怕挥动着胳膊挑战别人，对于他坚信的事情特别充满激昂热情，敢于直言别人的错误。但是尽管他爱挑衅、易兴奋，却对有创意的点子敞开大门，并且他生性忠诚耿直。

在厌倦了他在洛杉矶的学生生活后，卓布尼重新开始与金融界的老朋友接触，那些老朋友都很思念他有关市场的不受约束、与众不同的观点。在这样的情况下，他开始着手写业务通信，而不久之后又变成咨询顾问的角色，后来又变成现在的公开讨论的论坛版主，也就是卓布尼全球咨询顾问公司（DGA）。坐在有关全球宏观市场的现场演讲中心，卓布尼推进了顶级对冲基金经理以及其他最成功的知识分子之间的公开对话，但是与其他研究平台不同，他还一直继续致力于捕捉交易机会。换句话说，所有的观点都要符合可交易性和可行性的要求，仅仅是理论、观点与意见并不充分。当银行已经降低了自营交易的风险承担，并且在交易大厅的作用日渐退减之际，卓布尼全球咨询顾问公司却创造了一个虚拟交易大厅这个交易大厅是由来自全世界的聪明交易员构建的。该虚拟群体每年两次聚集在卓布尼全球会议上，就他们最喜欢的交易进行争辩和讨论，而会议则由卓布尼博士担任主持。

第一次见到卓布尼时，我当时还在位于伦敦的德意志银行的对冲基金公司工作。因为那时我一直被人问到我是不是来自瑞士信贷第一波士顿银行疯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

狂的、聪明机智的战略家，我通过彭博资讯初步了解了他。我们发现我们的祖父母都来自布拉格，都在马里兰贝塞斯达上高中，都在伦敦经济学院上大学，都在伦敦的投资银行界工作。当我们相互认识之后，我很快发现，在那些每个人都声称自己与众不同、声称他们所谓的做法与一般大众观点相反的世界里，其实只有卓布尼才是真正做到了这点。他以其学术的严谨性以及丰富的经历来设计大胆而有创意的点子，他的思维方式的新奇，别人是不可能捕捉到的。不久之后，我们同心协力合作，因为我们互补的技能集看起来正好能相互取长补短，更不用说上天已经把我们的名字联系在一起了。重要的是，加利福尼亚的海滩远比伦敦灰色的雨天更吸引人。

5年以后，我们坐在他位于南加利福尼亚州充满阳光的家里进行了此次访问。当他伸开四肢躺在睡椅时，他解释说这感觉就像是一个缩水的会议。

你是怎样进入全球宏观市场的?

我当时在伦敦担任经济学教授，已经听说过所有人都在谈论“伦敦城的神童”。我的那些并不怎么聪明的学生进入伦敦城，刚开始时的薪水都是我的好几倍，我感到有些失意泄气。我希望弄明白人们的这些大惊小怪到底是什么，并且我有必要知道我是否能够经受得住考验。

当时是1986年，而美元正在经历严重贬值。我写了一封信给《金融时报》的编辑，阐述有关美元贬值的话题，这封信被《金融时报》刊登了。不久之后，我接到了银行家信托公司研究部门负责人的电话，我们谈论了与美元贬值相关的话题。我们只谈论了一点，然后他雇用我成为他的集团的高级经济学家。

是什么引导你开始时进入学术圈从事经济学研究的?

我一直都是一位老师，我热爱老师的工作。因为学术圈的道路实质上是最易行走的路。同时，我也擅长这方面，从而也获得许多名声——在剑桥大学，成为一名学者就能使你变成明星。我研究生时学习历史，但是我感觉到我有必要更好地理解当前的实际环境，并且我对数字的感觉总是非常灵敏，因此数字引导我进入经济学的殿堂。这是一个很自然的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
· 任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要想在全球宏观市场取得成功，你认为对经济学和历史的深刻理解是不是至关重要？

不是，但是可以肯定的是，它确实能够起作用。对经济学和历史的深刻理解只是其中的一种方法，但并不是唯一的方式。在全球宏观领域我吸取的经验之一，就是条条大路通罗马，成功的途径有很多种。

你实现从学术圈到市场的飞跃，对于你来说是不是一件困难的事情？

我觉得非同寻常的容易。在学术圈面临的其中一个让人无法释怀的事，就是产生了一个点子与让这个点子开花结果付诸实践是两回事，这中间存在着较长的滞后性。从最初的创意到最终文章的发表，可能要花几年的时间。而在市场中，如果你产生了一个主意，那么在一个月之内你就可以检测出该主意是好是坏。我所拥有的其他优势在于，我那时才33岁，因此我的精力非常充沛。那时，对市场的研究，通常存在许多陈旧迂腐的想法，因此对于我来说，能够如实地思考市场状态并且不随波逐流，是一件非常令人兴奋的事情。

你认为金融市场中的参与者随着时间的流逝，通常会变得陈腐和懒惰吗？

一些人确实这样，但有些人却不会这样。那些真正优秀的人不会出现这种情况，因为他们拥有不会随时间消逝而流逝的好奇心，这能驱使他们向前进步。为了在市场上真正取得成功——这不仅仅指全球宏观市场——你必须不断地独立创造，并且必须不断地更新你处理应对事情的方法。“10年以前我就是这样做的，因此我总是用这种方法做”的想法，是一个巨大的错误。市场瞬息万变，并且变化永不停止，你必须随着市场的变化而随机应变。

请给我介绍一下你在银行家信托公司刚开始进入市场的情况。

那真是棒极了。我去那里工作时是在1987年8月，正是艾伦·格林斯潘成为美联储主席走马上任的时候。他上任后点的第一把火就是施行加息政策，然后两个月之后，发生了股票市场的崩溃。虽然那时我并不真正知道那是什么意思，但是发生股票市场崩溃确实让人兴奋。我记得股市崩溃那天我和老板一起外出吃中饭，而当我们回来时，纽约证券交易所已经开市，我们发现债券上升了10个点。1小时之内上升10个点。我记得他告诉了我这不是寻常的一天。我对这一天有着几分理解。

我并没有预见到股市崩溃的到来，因为我那时对市场真的没有什么了解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一个学术圈的经济学家，我理解是什么促使货币价格波动，因此也了解美元贬值的过程，但是我并不真正地了解股票的特性，也不知道它们为什么崩溃。同时，作为一个经济学家，我推断美元将会继续贬值，但是当1988年它开始恢复时，这成为了市场让我学到的一个经验教训。

虽然我没有预见到股市崩溃的到来，但是我所做的其实是用高深的理论方法来解决这些问题，而这允许我可以不断地观察市场的全景。当股市崩溃发生时，因为我对如何应对数据公布相当毫无头绪，因此观点也与舆论格格不人，这也恰恰使得我的看法在交易大厅被派上用场。绝大多数分析师都自认为他们知道正在发生什么，但是坦率地说，他们并不知道，因为他们往往是风险厌恶者，因此也是随大流的。

两年以后，研究部门的负责人也辞职了，每个人都四处观望，然后一致指向我说："你是接下来的负责人。"在1989年5月，我被认命为研究部门的负责人，而这也是我真正开始喜欢市场的时候。

你不是首席经济学家兼研究部门负责人吗？

那些头衔都是一些垃圾，毫无用处。我不是一个追求头衔的人。我认为我是研究部门的负责人和首席经济学家，但是有谁在乎吗？这是一件风马牛不相及的事情。

我被提升随之而来的困难是，我同时也成为了管理者。我必须管理这个研究部门，而这成为了我一辈子最刻骨铭心的经历之一。市场为我们设置了开启难题的谜，如果你在一个银行干得好，那么他们就会让你担任经理。问题在于，因为擅长市场交易但并不意味着你擅长管理，而我恰恰并不是一个优秀的管理者。

你作为研究部门的负责人和首席经济学家，做的怎么样？

关键在于我开始用我自己的账户进行交易。那时一位新的交易部门负责人也上任了，是一个看起来很年轻的人，叫做吉姆·莱特勒，他非常乐意接受我的思维方式。我会为他推荐交易，而他也会立即进行该交易，因此我也从中学会了先发制人。我同时也很早就懂得了在市场上，空谈无益。每个人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都有观点进行交易，但是导致成功的不是有观点，而是能够有直接进行交易的点子。因此，我通过交易和研究发现，人们怎样通过对市场演变过程有一个基本的观点，然后把观点与市场中的感知相比较，从而找到真正好的交易点子。那就是你怎样发现好交易的方式。

那年，柏林墙倒了，而德国马克也开始升值。德国马克对所有的货币都升值，包括瑞士法郎。德国马克已经升值了不少，每个人都对德国马克的行情看涨，包括莱特勒在内。接着，我看到瑞士当局做出相当积极的加息政策的反应，但是市场实际上并没有给予应有的注意。可以说，趋势是他们的朋友。因此我看到瑞士的利率在不断地上升，市场都在持有德国马克的多头。我的研究部门写下了一张激进的字条——瑞士法郎处于十字路口。从技术分析来看，德国马克/瑞士法郎比处于一个似乎相当高的水平，而每个人都在等待观察另一方，因此我看到了潜在的剧烈下降的趋势。

在这之前，我已经通过捕捉内外市场的快速波动进行小规模资金交易，这通常发生在数据公布之后。我能够对数据做出最快的反应这点，让我引以为豪。我能够快速地阅读信息，理解它的重要性，知道如何购买美元和卖掉美元。

接着开始进行马克/瑞士法郎交易，我挂单卖空了4 000万德国马克头寸。这是一个微小的数目，因为相对来说，在欧洲货币套汇交易中即使是2亿德国马克的头寸其实也就是一个小数目，而像莱特勒这样的大庄家会管理10亿～20亿美金的德国马克头寸。我只有微不足道毫无价值的4 000万德国马克头寸，因此我的下单很快地被平盘了，小赚了一点。于是，我再次卖空，但因为市场定位错误，马克/瑞士法郎的汇价跌破其技术趋势的支撑线，这次汇价就像一块石头自由落体一样暴跌，让我赚大了。短短一个月之内，我就以我那微不足道的头寸海赚了100万（参见图6-1）。这是我第一次让我的头寸持仓时间大约超过1天，并且我喜欢当绝大多数的人都在观望另一头时，我保持头寸的正确定位。那是我与瑞士法郎培养深厚感情的时候，交易员往往都会紧密盯住让他们开始成功的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

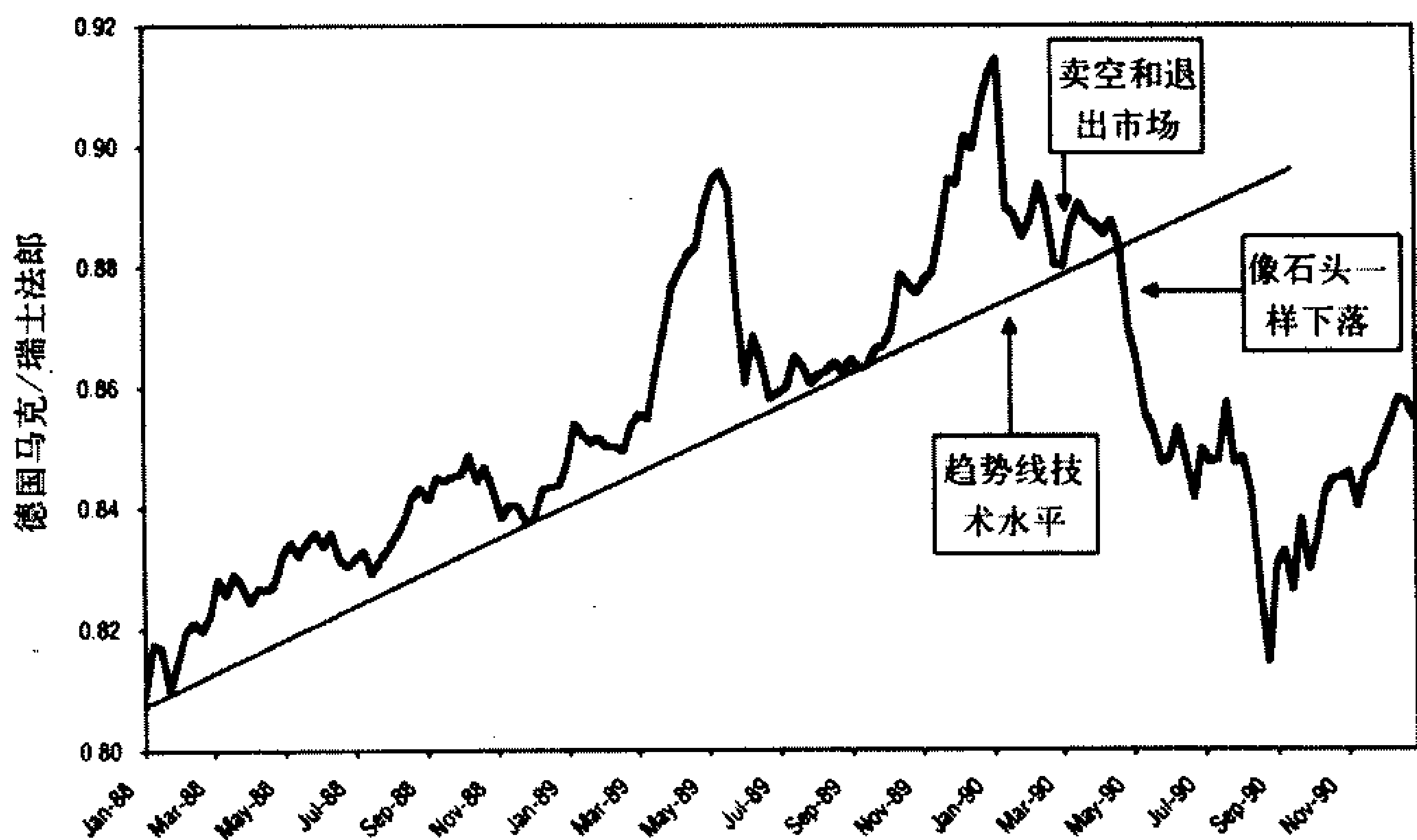


图6-1 马克/法郎 ，1988～1990

资料来源：Bloomberg.

利用基本面分析来创造一个交易点子是我的交易风格，但是应该记住：说到容易做到难，点子本身根本不值钱。交易的真正窍门在于利用点子，寻找几乎没有人观察到的好交易。但是，更好的事情是市场是否将倾向于另一方。

听起来似乎市场定位是你交易建构过程很重要的一部分，你怎样衡量什么是出色的市场头寸？

这是一个很难回答的问题。我通过倾听和阅读，了解并体会人们正在谈论什么，这样就可以衡量。如果每个人都在谈论对美元行情看跌，即使我自己也对美元行情看跌，我也会打消这个想法。比如，今年，我错过了美元上扬这个交易，正是因为当时许多人都在谈论美元潜在升值，因此我对此不感兴趣。市场交易并不仅仅就是定位，你要考虑人们谈论问题的内容背后意味着什么？

当我开始考虑市场定位时，我会从长计议，思考在过去的两年、或五年发生过的事情，从而了解真正出色的市场头寸是什么；而不是考虑那些短期的、过度购买或过度出售的事情。

我总是喜欢货币交易，因为在货币的背后总是存在基本的流动。一种货币正处于上升趋势，但该货币母国却存在贸易赤字或国际收支双赤字，那说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明市场中肯定有多头在建仓。反之，一种货币呈现为下跌趋势，但该货币母国却存在贸易盈余或国际收支双顺差，那说明市场中肯定有空头在抛售。

真正好的投资机会，通常都发生在大趋势之后。我喜欢去发现趋势什么时候出现，人们何时倾向于市场某一端，以及去寻找那些能预示着趋势变化的事情出现的时间。那种事件，可以是中央银行事件，比如，德国马克/瑞士法郎交易；也可以是经济事件，比如2000年美国股票市场的崩溃；也可以是纯粹的市场枯竭。对于我来说，前两种事件与最后一种事件相比，我更容易发现并且也更容易理解。然而，有多少交易员喜欢寻找最后一种事件——市场趋势的枯竭，我发现这很有趣。但我认为，要时常准确地判断出最后一种事件类型非常困难。

1992年欧洲汇率机制的崩溃，是我所捕捉到的一个大格局事件的典型例子。就像我经常捕捉到的其他大格局交易的情况一样，我在欧洲汇率机制崩溃大约前一年就捕捉到了该事件。在1985年到1991年期间市场上一直存在活跃的套息交易，因为欧洲的欧洲汇率体制为其货币之间的汇率波动幅度设定了固定范围。当欧洲汇率机制中的一种货币达到波动幅度的某一端时，弱势货币国必须提高利率，而强势货币国应该减息。因为即期汇率没有变，但两个币种的未来相对比价却将发生变动。远期汇率将根据弱势货币的贬值程度进行定价，但是政策制定者并不允许这样，因为远期汇率将给欧洲汇率机制带来汇率调整的压力。

在这样一个市场环境下，高收益货币是非常理想的购买物。政策制定者有义务维持不同币种的汇率平价水平，但是市场价格却假定他们不可能维持平价。而当高收益货币达到波动幅度的下限时，其利率还在上升，此时似乎哪怕是一个笨蛋也会冲上前去购买。

这是非常好的交易，因为低收益货币国拥有低通货膨胀率以及低利率，而高收益国家拥有高通货膨胀率和高利率。该政策体系本来就是设计用来挤走高收益国家的通货膨胀的。因此这里存在明显的套息空间，而政府将维持该政策。

但是在柏林墙倒之后，由于要重建东德，德国实行了积极的财政政策。德国的通货膨胀率加剧，而德国的利率也上升了不少。这样，突然之间，像德国这样的低利率国家也开始变成高收益国家。与此同时，全球正在面临通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货紧缩，美国的经济疲软不振，日本的经济泡沫正在破裂，英国已经出现了房地产过度繁荣，而其他几个发达国家也正处于高利率环境之中。这样一来，相对来说，高收益国的低利率以及低收益国的高利率就不得不面临着压力，这使得套息空间正在被逐渐削弱。

到1991年，套息交易的报酬已经变得微乎其微，不再那么显著了，而该交易的系统内风险却正在累积建立。当投资者对于这些高收益货币进行非常高的杠杆交易时，风险/报酬比已经错位了，因此我开始期待该汇率体制的解体。

套息交易中糟糕的风险/报酬比，也是造成我最终离开银行家信托公司的一个原因。就在他们签署马斯特里赫特条约之前，我在1991年11月上了《国际先驱论坛报》的封面，谈论了全球经济呼唤低利率，而德国马克的重新估值将可能解决该问题的话题。因此银行家信托公司的管理层对于我对套息交易泼冷水的言论非常不满。他们那时正在进行套息交易，而且很投入，但他们远在伦敦的主要研究人员却说整个体系将会走向崩溃。该事件造成了我和管理层的关系紧张，最终我们配合协调不是太好，因为我看到他们所希望投资的一个地方出现了困境。我不知道在离开之后发生了什么，但是我怀疑他们遭受了严重的伤害。

在马斯特里赫特峰会之前，货币危机已经隐约出现：交易者热购马克

星期五，外汇交易者突然开始疯狂地购买德国马克，似乎是要赶在欧洲共同体国家准备签订货币联盟条约两星期之前，并为可能出现的欧洲货币危机做准备。德国马克因为美国经济的萎靡已经在过去的一星期里贬值，但现在德国马克不仅开始对美元升值，而且对欧洲共同体内的联结在固定波动幅度汇率系统内的其他国家货币也升值。套汇德国马克的全面收益，来自突然之间对德国马克重新定价的投机活动，这如果不是发生于这个周末，那么也会发生在1991年12月9日欧洲共同体国家在荷兰马斯特里赫特举行峰会期间，或者之后。分析家认为，德国马克重新定价会解决欧洲的许多问题，但是许多人仍怀疑它是否会发生。“全球经济需要更低的利率，”银行家信托公司的安德列斯·卓布尼在伦敦说，“而德国马克的重新定价会解决这个问题。”

资料来源：*International Herald Tribune*, November 23, 1991, Carl Gewirtz.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪90年代初期，全球宏观市场给我印象最深的就是杠杆率上升，而风险/报酬变得越来越没有吸引力直到完全失败。那时的情形似乎与现在类似，你认为那时与现在存在关联吗？

确实存在相似之处，但是我没有发现两者有关联。现在我们存在资产问题，是因为低利率和系统中所有的流动性导致的资产总体的估价过高。这里存在问题是一个众所周知的问题，人们都在谈论该问题。但在1991年和1992年，事实上人们都在坚持他们的观点而不去考虑这些交易存在的问题。如果现在回过头客观看待1992年年初的欧洲汇率机制交易，持有高收益货币多头的风险/报酬的交易非常糟糕。这就是我看到的一切。套息交易的风险/报酬也糟糕透顶，但那就是人们所处的环境。他们希望留在那里，并且认为它是一个好交易，因为它以前确实是好交易，而且人们相信政府不会改变政策。政府也不希望改变政策，但是正是那些事件所造成的基本的宏观经济压力强迫政府改变了政策。政府的政策导致通货紧缩，因此他们别无出路只有重新对马克进行定价。

而现在的情形却不一样。情况变得更加难以解决，因为人们已经意识到资产价格似乎过高。但人们都在翘首以盼某些地方会出现经济泡沫。现在人们脑海里有太强的均值回复的观念，所以我认为现在的情况与90年代初期不一样。

我对于现在情形的判断有些举棋不定，因为在欧洲汇率机制期间，资产的收益非常低，并且没有吸引力。然而，当我努力打算抛售时（而我也一直这样做），我总会发现情况变得令人吃惊的稳定。有时，你必须坐下，然后等待事情的发生。这也许是那些时刻中的一个事件，但是现在，我很难做到坐下不动而一直等待。

我的主要判断就是当前的形势继续下去会更糟糕。最终看来，如果存在完全充分的均值回复，利率会上升到使资产受到冲击的水平，我们会面临通货紧缩。再或者是资产价格自身下降，因此面临资产泡沫的破裂。摆脱这种困境的唯一一种方法，就是根据真实货物价格的通货膨胀水平对资产进行重新定价，但是这似乎很难做到。如果当局幸运的话，他们可以勉强渡过此难关，实现长时间内的低通货膨胀、资产价格稳定以及良好的经济增长速度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是在这过程当中世界经济将会变得非常脆弱而不堪一击。这种美好愿景以前从未实现过，但是也许这次情况有所不同。

如今，悲观者实际上是现实的乐观者。悲观者认为住宅价格会出现崩溃。想一下这个问题，事实上并没有那样悲观。因为在没有出现利率上升的情况下资产泡沫破裂了，那么利率就可以保持低水平，这有助于缓和此过程。因此，有趣的是，乐观的事情反而可能会产生最坏的结果。与市场需求相比利率有必要提高到更高的水平，而这会导致资产的价格出现暴跌，并且最终，世界经济也会崩溃。

我说的是不是有些混乱不清？也许是。那种情况会使得现在的全球宏观交易非常难做。因此对观点、意见、偏好和真正的交易进行区分至关重要。如果你的观点有一点混乱，那么事实上你会希望停止该交易。而只有当你遇到良好的风险/报酬时，并且你认为你能清楚地理解该过程，你才会希望进行该交易。如果你希望分析师告诉你他们什么时候对某事充满信心或没有信心，那么你会发现他们在这方面的预测非常糟糕。那是一个难以实现的愿望，因为，有时，事情会变得清晰透彻；但有时，事情会晦涩不清。因此，记住这种区别非常重要。

你认为全球宏观市场交易在20世纪80年代和90年代比现在更容易吗？

不会。我认为此时此刻它们是不同的。

我发现人们通常在陷入困境的时候会取得成功，因为在金融市场上人们保持着天生的乐观，认为每件事都会顺心如意。其实部分乐观是自私自利的乐观。我没有如此倾向。我可以接受，也可以放弃，因此当遇到困难和麻烦时，我发现这正是我取得最大成功的时刻。对于我来说，1990年到1993年期间（我在那时看到问题的发展）与2000年到2003年期间的市场非常类似，在2000年到2003年期间，我也看到已存在的问题并且理解它。因此我说不，过去的市场交易与现在相比没有更容易也没有更难。眼下的情况更困难，因为似乎看来我们正处于风暴中心，但是对于我来说，过去经历的在极其漫长的灰色时光中保持心态稳定的历程是确定的事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你认为5年或10年之后，世界将会变成怎样呢？

我给不出任何预言。我真的不知道，但是它会很美，因为我可以自由地倾听新消息并且真正听到信息。对未来我存有“偏见”，我认为会出现通货紧缩，如果这样情况将很糟糕，但是我逐渐认识到情况也许不会这么严重，部分是因为我发现许多人也有这样的“偏见”。因此，我真的不知道现在我们会往哪里走，但是我发现不知道事情的将来趋向，会让人感觉非常自由。

你在市场上进行交易的时间期限是多久？你现在会观察多久以后的事？

我根本不会考虑时间期限。我会思考波动的潜在可能性。有时事情发生的特别快，而有时事情的进展速度则显得缓慢。我考虑市场压力而不是时间期限，我考虑时间期限只在进行套息交易时，因为远期是基于时间来定价的，时间长短将会影响到该交易的风险/报酬比。

是什么驱动市场？是投机者、政府、中央银行还是经济学家？

确定无疑的是，投机者不会驱动市场。那些认为在1992年投机者打败英格兰银行的观点，是极其荒谬的。英镑脱离欧洲汇率机制会不可避免地崩溃，这是因为他们当时想竭力维持10%的利率水平而经济只需要5%的利率水平。那样将是不可持续的。

经济学中关于投机者是市场偏离的“缓冲器”还是“放大器”的争论，是一个没有确定答案的老话题。永远的乐观主义者，米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)认为如果人们发现了异常现象，人们就会追逐，从而限制了异常现象走得更远。我认为在不同的时刻，“缓冲器”和“放大器”都可能是对的。有时候，投机者会增加市场的波动性，而有时候他们却能减弱市场的波动。最重要的一点是，投机者不会改变市场的总体趋势。与投机相比，政治决策中的内在压力才会真正地驱动市场变化。

哪次市场大事件对你的冲击最大？

每次事件都有所不同，但是我认为至今余波未了的应该是发生在1992年的那次事件。我总是喜欢回头提欧洲汇率机制以及它的崩溃事件，因为我提前看到了它要崩溃的迹象。我依然记得在崩溃之前与崩溃发生时的那段悲伤沮丧的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日子里，我一直所想的事情。我从中吸取了重要且宝贵的经验教训——从来都不能低估波动的程度。当英镑崩溃时，有谁会预想到它对美元的汇率能直接从2一路下窜到1.5呢？有谁已经预测到货币之间的汇率能走到那样的水平？可市场会告诉你，英镑汇率就是那样在一直下跌、下跌、再下跌（参见图6-2）。

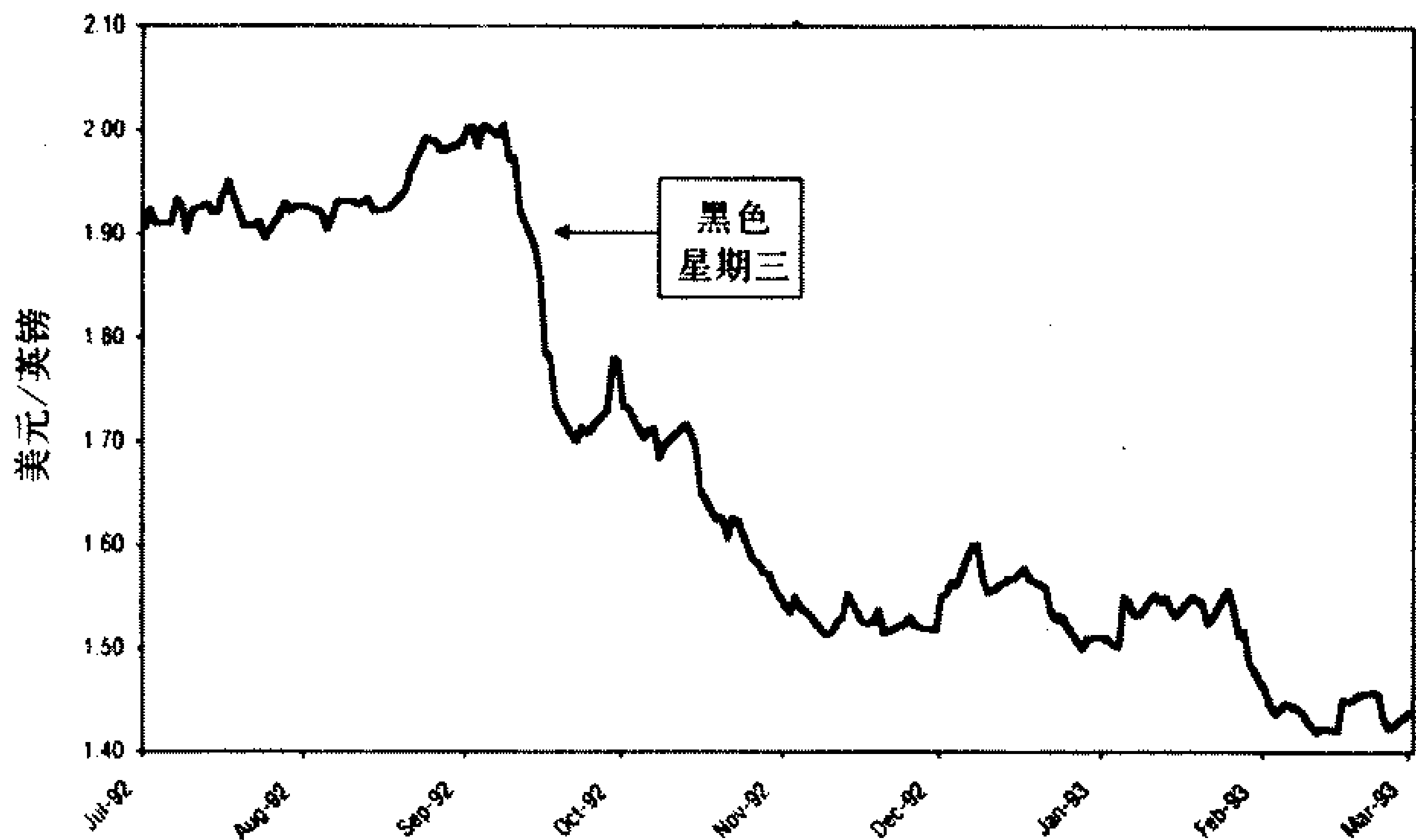


图6-2 英镑兑美元汇率，1992～1993

资料来源：Bloomberg.

你为什么热爱市场？是什么使得你对市场如此感兴趣？

通过找到一个好的交易来找到实现观点的好途径，这是一件充满挑战性的工作，而该做法本身也富有挑战性。没有比灵活迅速、出色巧妙地捕捉到市场变化的契机更让人兴奋的了。但是，一旦市场混乱不清、且让你无法控制时，你也将成为最痛苦的人。

市场真正吸引我的另一个原因是，我是一个控制狂。我喜欢控制我周围的环境，而市场是一个真正有挑战的对手，因为你不可能完全控制市场。当我理解它时，我感到充满力量；而当我不能理解它时，我又非常失落。

但是作为一位控制狂，那你为什么总是接触一些动态的东西？

当你理解了该过程后，令人奇怪的是，整个失去控制的过程被很大程度上地被控制了。因为作为一个控制狂，你总是前瞻未来的事情、总是前瞻麻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烦何时发生，而这正是你在市场上必须做的事情——也就是竭力地前瞻盼望。太多的市场评论、市场分析以及市场交易，都是建立在过去发生的事情的基础上。“如果收益曲线平坦，那么它表示目前处于衰退期，”或“如果收益曲线陡峭，那么它传达的意思是市场将会复苏。”事实上，那些历史案例的真正价值是微乎甚微的。因此，一个控制狂总是尽力盼望，竭力前瞻。

你认为一个优秀的分析师与一个优秀的交易员存在哪些区别?

优秀的交易员知道如何积极地管理风险和管理头寸，而一个优秀的分析师应该找到交易或者寻找交易中易犯的错误。他们之间最大的差别在于他们的“胃口”。我所知道的优秀的交易员能够管理大规模头寸，而那正是他们优秀之所在。他们还必需十分聪明、积极进取，并且要有远见。能够管理大规模头寸是一个非常宝贵的才能，而这也是为什么优秀交易员不多的原因。

我的才能在于发现交易，而不是管理它们，因此我以前只管理小规模的头寸。如果你进行一笔交易懒惰怠慢，那么市场会使你遭遇痛苦。市场会强迫你预想，并且要你不时地回头看看。拥有一个交易账户迫使我不断去预想市场的下一步，我总是以自己对市场走势的基本洞察力来结束我的交易。随着时间的流逝，我逐渐意识到我的强项在于发现好的交易，而我的致命弱点在于管理交易，我不喜欢管理交易。我是一个非常厌恶风险的人，因此当一个交易处于盈利状态时，我会立即想到某个时刻我会失去一切。我最好是继续前进，去寻找下一个交易，而实际管理风险的艰巨工作让那些明星基金经理们去从事。

在离开银行家信托公司之后，你去哪里工作了?

在1992年夏天，我追随银行家信托公司其他职员的足迹，去瑞士信贷第一波士顿银行工作。那时，艾伦·维特（Alan Wheat）在那里管事，他聘请马可·霍特姆斯基（Marc Hotimsky）去开创公司的外汇交易业务，他接下来又邀请我加盟他们公司做事。我是公司的战略家，同时也是对冲基金的合伙人。我刚开始只做小额交易，逐渐地我磨炼出了自己的交易风格。当时是1992年和1993年，市场行情发展的特别快，而我也顺其自然地跟随着市场的步伐。因为那时是进行全球宏观交易的大好时机，财富滚滚流入我的口袋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，我刚开始时并没有搭上这趟财富快车。1992年8月，我在瑞士信贷第一波士顿银行做的第一笔交易是持有芬兰马克多头。这是一个灾难性的交易。1990年芬兰马克已经贬值了，因此我对自己说："芬兰马克1990年已经贬值了，而其他货币没有贬值。"我想，我们应该前去做多芬兰马克兑瑞典克朗的买卖，而在1992年9月的第一个星期，芬兰马克再次贬值，结果我们赔得很惨（参见图6-3）。霍特姆斯基站在我旁边，表现得很失望。我想他当时简直就想把我踢出交易大厅。

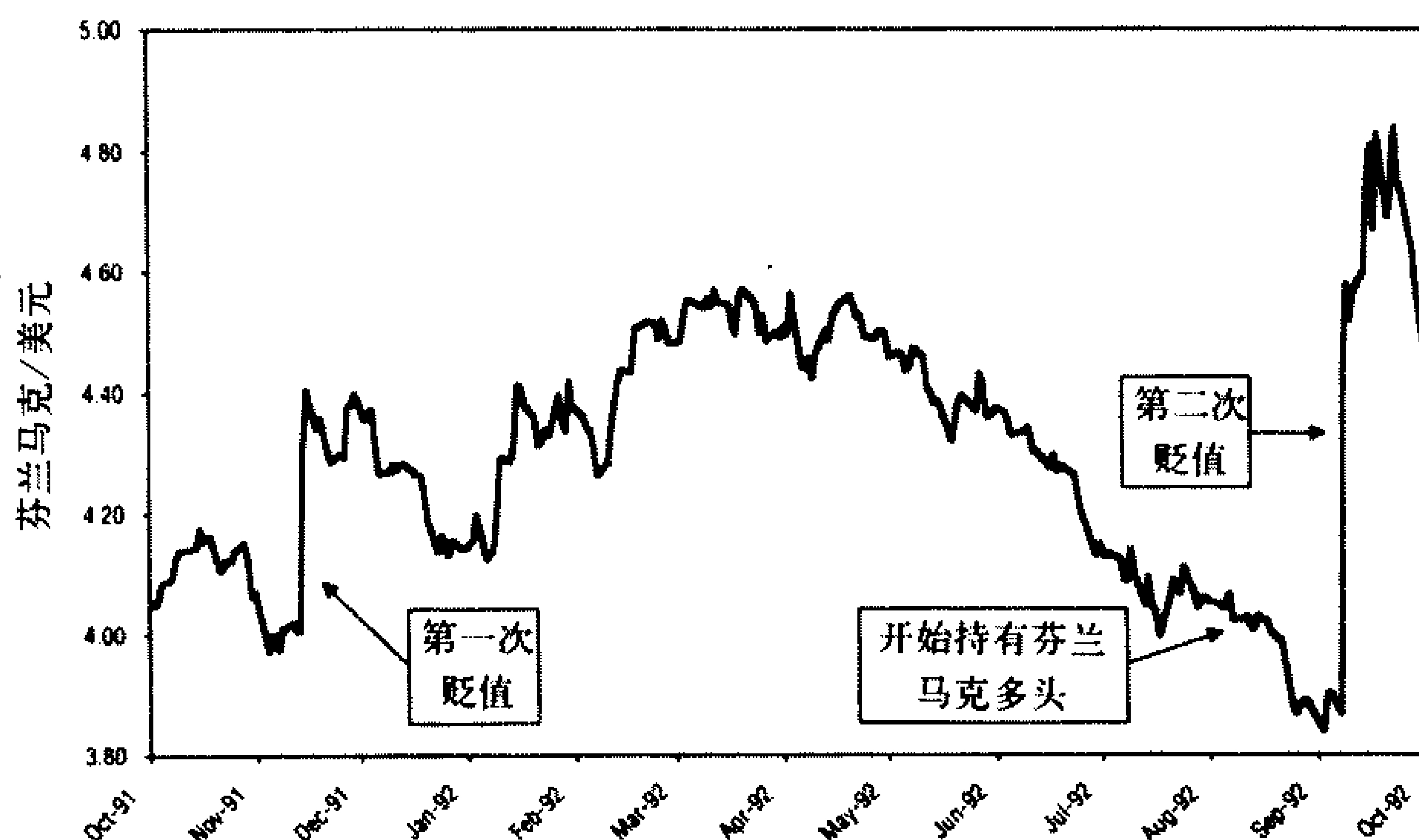


图6-3 芬兰马克，1991～1992

资料来源：Bloomberg.

因此我的第一笔交易亏损严重，但是事情很快出现了转机，我们很快翻了身。如果芬兰马克再次贬值，那么其他人只好放弃，该系统也就不能再维持更长的时间了。由于我得到了关于欧洲汇率机制的相关信息，我们又开始积极地做空西班牙比塞塔、英镑以及瑞典克朗。

我发现使欧洲汇率机制能团结在一起的套息交易，涉及了许多日本的资金。在20世纪80年代后期，日本资金已经大举进入欧洲，因此当欧洲汇率机制崩溃时，日本本土的泡沫也内爆了。我期待日本的资金反向运作，即撤回日本本国。因此当时我开创的另外一个交易是出售欧洲货币兑日元，而这也被证实此次交易实际上是可获利颇丰的出色交易。每个人都以为日经指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的崩溃日元必然会贬值，然而相反的事情发生了（参见图6-4）。

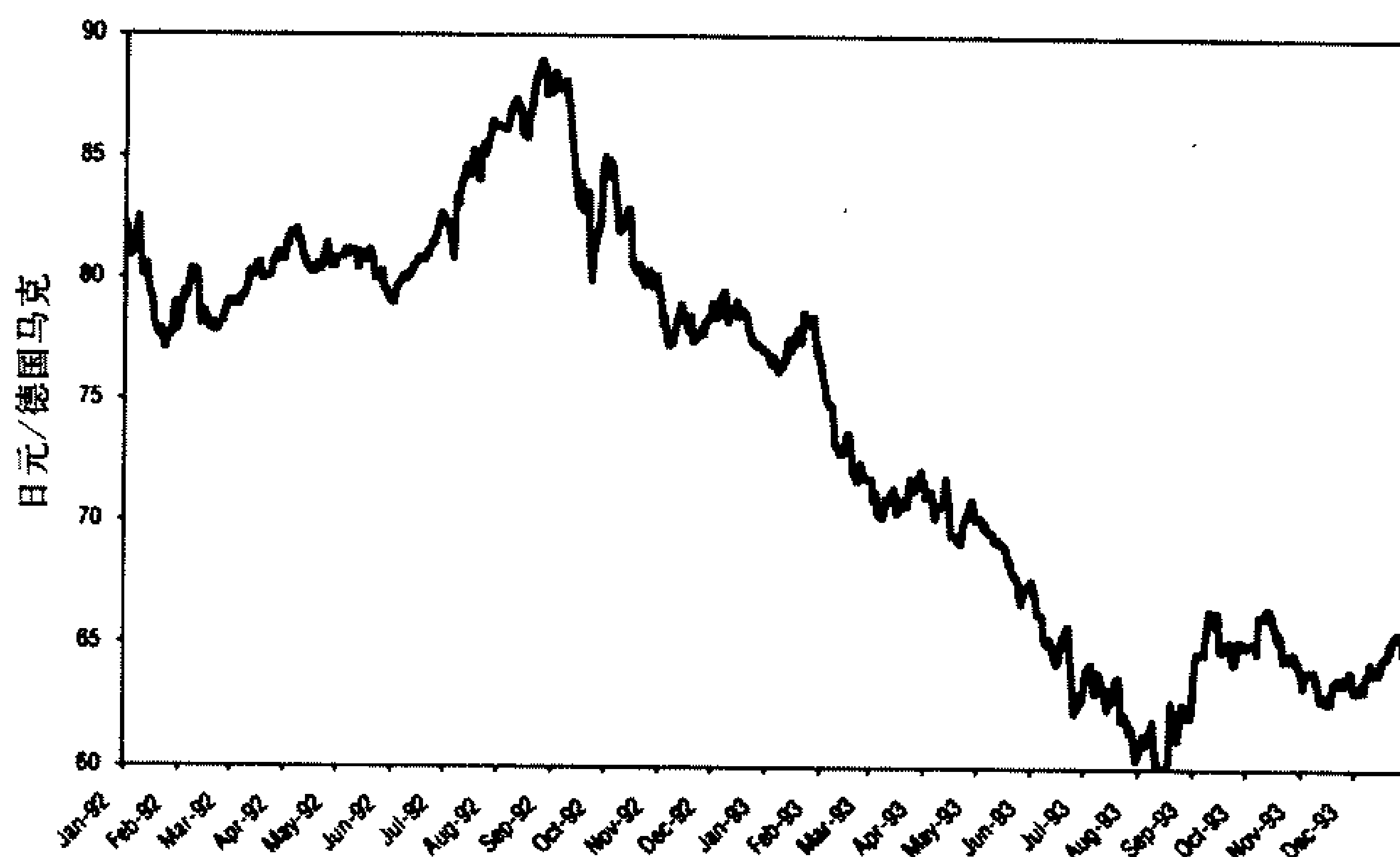


图6-4 欧洲货币对日元，1992～1993

资料来源：Bloomberg.

由此可见，我在瑞士信贷第一波士顿银行开始的经历，是十分糟糕的。但是，市场是一门庞大的学科体系，充满着神奇的色彩。我们在1992年9月的头一个星期遭受了惨重的损失，但是在余下的日子里，我们赚取了5～6倍的收益，而进入1993年我们又赚到了大钱。1993年，我们赚到大钱，部分原因是我们处于市场进程的顶峰，并且明确地知道去哪里寻找好交易。

接着到了1994年，对于我来说这是倒霉的一年。该年美国经济开始复苏，并且美联储开始加息。因为加息，我采取的对策是持有美元多头而做空债券。我记得马可·霍特姆斯基1994年一直提醒我说我的交易并不赚钱。我捕捉到了债券市场的抛售机会，但是不幸的是却也碰上美元的抛售，因而卖空债券的盈利全都用于去弥补美元多头头寸的亏损了（见图6-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

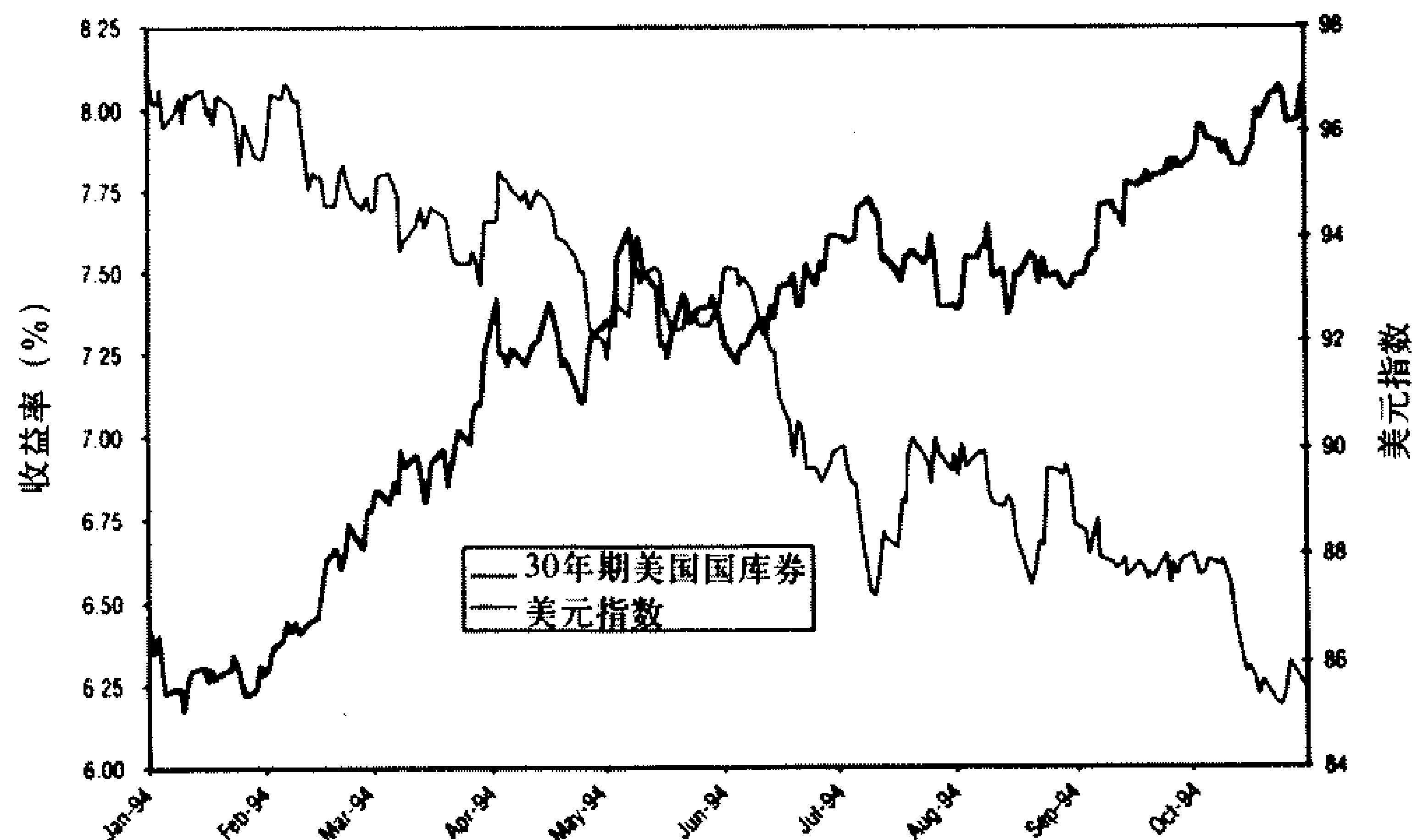


图6-5　美国30年期国库券和美元指数，1994

资料来源：Bloomberg.

你在瑞士信贷第一波士顿银行怎样处理自营风险承担？

交易面临的难处在于需要技能多样化的交易员进行交易，而现在的复合式基金尤其是这样。我们会安排在右边坐着一个人进行gamma交易，寻找大的波动；而在左边坐着一个人进行套息交易，赚取固定收入；在中间有一个人利用期权策略进行交易；然后我们还设有一个总的备份账户，由霍特姆斯基与对冲基金来控制。

然后，我们利用我们的自营交易员作为风向标或者信息来源。不存在真正独一无二的观点，只存在类似的观点，因此对于我来说，我的诀窍就在于能够从某领域吸收一个观点，然后把该观点应用于另一个领域。

如果你有非常聪明的从事自营交易的交易员，那么通过了解他们的交易风格以及观察某一时刻市场中谁是获利者，你就可以在某种程度上知道市场的状况了。我扮演的角色的任务，就是制造点子作为催化剂达到信息共享，以确保我们顺利地进行交易。我特别擅长过滤信息，因为我对“哪些信息重要、哪些不重要”有很强的处理能力，因此，我能够了解我们的交易员在做什么，从而给我们总的备份账户和内部对冲基金提供好的交易点子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你在瑞士信贷第一波士顿银行最后的日子里干得怎么样？

我感到疲惫不堪。外汇交易业务范围扩展了，包括新兴市场业务，但是我不怎么喜欢旅行，尤其是去新兴的国家。我发现我自己需要改变一下自己的生活方式。于是银行对我说，“好的，停止做策略分析工作，你就自己管理一个账户吧。”我就这样做了。我聘请了一个交易员，这样我们两个人开始进行市场交易，但是却没有获得太大的成功。对于我来说，一直管理一个头寸是件痛苦的事情。

我在33岁的时候，就进入这种容易赚钱、有利可图的行当了。我在很短的时间内已经相当地成功，赚到了我从未想过的巨额财富。但是，我已经厌倦了银行工作，我不喜欢系领带。我尝试了只做自营交易，不过老实说，业绩真的不怎么好。因此我们制定了一个市场退出策略，我悄无声息地离开了公司。我走向自己的衰退期，引退归隐时我认为自己从此将永远脱离市场，但是10年之后，我又重新踏入市场。

你为什么会创立一个全球宏观业务通信这个业务？

我感觉枯燥无味，我原以为再次过学生生活将会非常有趣。我搬到加利福尼亚州的海滩，闲混日子以打发时间，上课、做自愿者工作，但是我最终还是厌倦了。我再次观察市场，接触一些老朋友，然后问他们：“如果我开始写点业务通信怎么样？”他们喜欢这个创意，于是我开始写通信，而业务从这里开始拓展。业务通信从那时候起，逐渐演变成聪明人士之间的集体讨论的话题，而这部分归因于我自己的需要以及基金经理们互动的需要。

你认为现在对冲基金经理们没有交易大厅这样的工作环境，会受阻吗？

这要因交易员个人的不同而不同。不少人依靠他们自己工作，非常认真细致地管理他们的投入。因此那些人即使在夏威夷州的海滩工作，同样也能成功。其他一些交易员需要在混合环境下工作，因为他们需要不断地了解他们周围正在发生的一切，我属于这一类人。但是现在你可以获取的信息及其渠道极其充足，因此你不必自己亲自待在交易大厅。

当我还在银行家信托公司工作时，我是对市场进行每日记录的第一人。那时还不存在每日交易记录，但是我已经开始写欧洲早评，也就是对出现的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事情进行日常性思考的记录。现在，你可以获得“50每日评论”，因此充分便捷的信息流使你不必再去交易大厅获取信息。我现在所需要的以及我认为别人需要的，是与其他交易员进行对话。

现在，许多人都开始创立他们自己的公司，他们这样做有非常充分的理由。创立自己的公司存在的问题，是你可能会变得有点孤立。即使你每天早上可以得到“50每日评论”印刷品上的信息，回顾一下发生了什么以及了解别人的观点或偏爱，但是你缺乏与其他管理资金的聪明交易员进行互动的机会与能力。

你之前说过“空谈无益”，人们认为写业务通信就像是做纸面文章或者是空谈，你怎么认为？

事实是当你从一线引退后，你也总是在做交易，因为你有必要管理自己的私人投资组合。然后，接下来这就变成了一个诚信问题。在我的业务通信上，我会把我的交易与对市场的偏见都公布出来。偏见是告诉人们我个人对市场未来的走向及其原因的看法。而交易是试图去找出收益/风险比极佳的交易机会，它可能与我的个人偏见并不一致。

一种是空谈，另外一种是根据我的观点尽力在市场上汲取价值的方法。该观点能给人们提供思维的全景过程，而且也能使我自己紧密地关注交易。因为这是我过去增加价值的方法，同时也希望自己继续能够增加价值。通过帮助人们学会像交易员那样思考，人们能够取得成功。当我能成功地那样做时，我就会帮助人们在市场中导航，帮助他们赚钱。

这也是当我认为自己不理解市场时，我会保持沉默不语的原因。因为当你不理解市场却假装理解是没有道理的，你没有必要在那时进行交易或者写业务通信。就像交易员一样，我也会经历冷与热两个不同的时期。部分真正好的交易，就是你知道自己何时处于市场繁荣期，然后进行杠杆交易。而当你处于市场萧条期时，关键就是要及时地降低头寸规模。当我处于交易寒冷期时，我也会减少发表对市场的看法，而这就意味着会降低了我的产出。这个过程，非常类似于我在瑞士信贷第一波士顿银行工作时的情景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你怎样进行你的研究工作？

我阅读许多书刊。我阅读《金融时报》、《经济学家》，阅读有份量的文献资料，偶尔也阅读学术文章，并且阅读其他独立的研究报告。我也会阅读许多银行提供的研究报告，因为那给我提供了了解别人怎样思考市场的基准，从该基准中我可以看到现实情况，并且可以知道别人怎么说。

我自己的研究方法是，先是自己做大量的阅读，接着观察市场价格，观察市场在做什么以及人们在谈论什么。然后，我会尽力检查遗漏了什么或者误读了什么事情。市场既可能因为看到了错误的变量信号而出错，也可能真的会遗漏什么事情。当人们因交易美元的业绩而变得利令智昏时，他们可能会遗漏掉日元市场正在产生的机会。从所有那些点点滴滴的信号出发，我就可以拼凑出来一个交易观点。

你经常谈论“最喜欢的交易”，这个名词来源于哪里？

当我在瑞士信贷集团工作时，我所做的工作中有一件事就是面试应聘者。面试时，你有必要问他们独一无二的问题，以便能够了解他们，以及了解他们怎么思考，从而测试他们是不是符合要求。我问过他们每个人的问题是，“如果你今天必需做一笔使自己富裕的买卖，你们会做什么交易？”这是一个富有挑战性的问题，通过对这个问题的回答可以揭露一个人的很多特征。我至今仍记得我所听到的最优秀的答案。我们雇用了此人，而他最后确实也取得了巨大的成功。

因此“最喜欢的交易”这个点子来源于那里。如果你点滴搜集与一个交易有关的每样东西，那么它就将真正有助于你与众不同，有助于你了解某些人的一些事情。它有助于你知道他们是否想干大事情。如果一个人最喜欢的交易具有赚取2%收益的可能，那么你就知道这个人永远不可能成为一个大玩家。如果一个人能够赚取20%～30%，那么你至少知道你想招的人可能有点希望了。“最喜欢的交易”这个概念，抓住了应聘者思维过程的大体轮廓，并且你也可以知道那个人的特定信息。

最终，在一个对冲基金中，无论是一个自营交易员，或者甚至是一个推销对冲基金的营销人员，你要寻找的对象，应该是那种能看透市场大趋势的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人。这就是为什么“最喜欢的交易”这个概念如此有效且神奇的原因，它可以快速地帮助你判断一个人对市场的感觉如何。

眼下你最喜欢的交易是什么？

从短期来讲，我喜欢出售债券。我的风险偏好是中性的，因此我既可以持有多头，也可以持有空头。现在，我认为金融系统中存在如此多的流动性，以至于利率将不得不提高以吸收多余的流动性。如果那个过程发生，那么资产价值将面临挑战。这就是被我称为通向通货紧缩的崎岖道路。

从更长远来讲，市场将会出现和我第一次介绍过的2004年10月相同的交易，也就是出售日元换取其他亚洲货币的那次交易。这是一个不怎么刺激的交易，因为这是一个套息交易，见效时间较长，但是它已经在发生作用。

我的建议是这样的：回顾一下2004年10月到11月，日元那时对其他亚洲货币是最强劲的时候，类似于它在1995年日元升值期间达到的水平以及在1997年非日元亚洲货币崩溃期间的水平。在1997年其他亚洲国家的货币严重贬值，事实上从那以后再也没有真正恢复。然而，现在当日本利率还处于零利率水平的时候，该区域其他国家的利率却已经在一直上升。可是，日元的远期价格相对其他亚洲货币还是在强势上升，尽管这些国家已经提高利率对其货币进行保护、对经常项目的平衡进行巩固。当日本经济开始复苏时，日元本应该会一路贬值下去，直到他们开始提高利率。但其他的亚洲国家却提前行动，这引起了一个十分异常的现象出现，为此我留下了深刻印象。在那种价格水平上，正适合进行卖空日元而做多其他亚洲货币的交易。当世界还在谈论强势日元的时候，我是率先开始提出做空日元的，这次同样会押中。

自从你开始写业务通信起，你最好的交易是什么？

早在2002年4月，在我们的第一次客户会议上我就谈到了我们的最好交易，那时我最好的交易是做多欧元对美元。该交易的魅力之处不在于我的观点，因为我之前已经产生了该观点，并且出了错。该交易的魅力在于时机选择。当2001年股票市场崩溃、美联储大幅削减利率时，我原以为美元会崩溃，但是事实是根本就没有下降。实际上，在2002年初期，我写了另外一封信给《金融时报》的编辑，内容是关于竭力弄明白我和其他人为什么在美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元交易上出错的。

我的陈述很大一部分是在询问，“为什么是现在？为什么美元最终会贬值？”该推理过程是十分清楚明了的。前提假设在2001年的衰退期间，美元令人吃惊地坚挺。因为美国公司利润的剧烈下降造成了现金的减少，结果他们被迫从国外撤回资金救急。然而，在2002年初期，市场上盛传美国公司的资金过于充足，而这被当成有助于支撑复苏的一个因素。我并不买它的账！恰恰相反，我却认为美国公司不再有必要从国外抽回资金，这样美元就可以自由贬值了。我捕捉到了美元开始巨大波动的时机，那真是一次把握时机的绝佳机会（参见图6-6）。

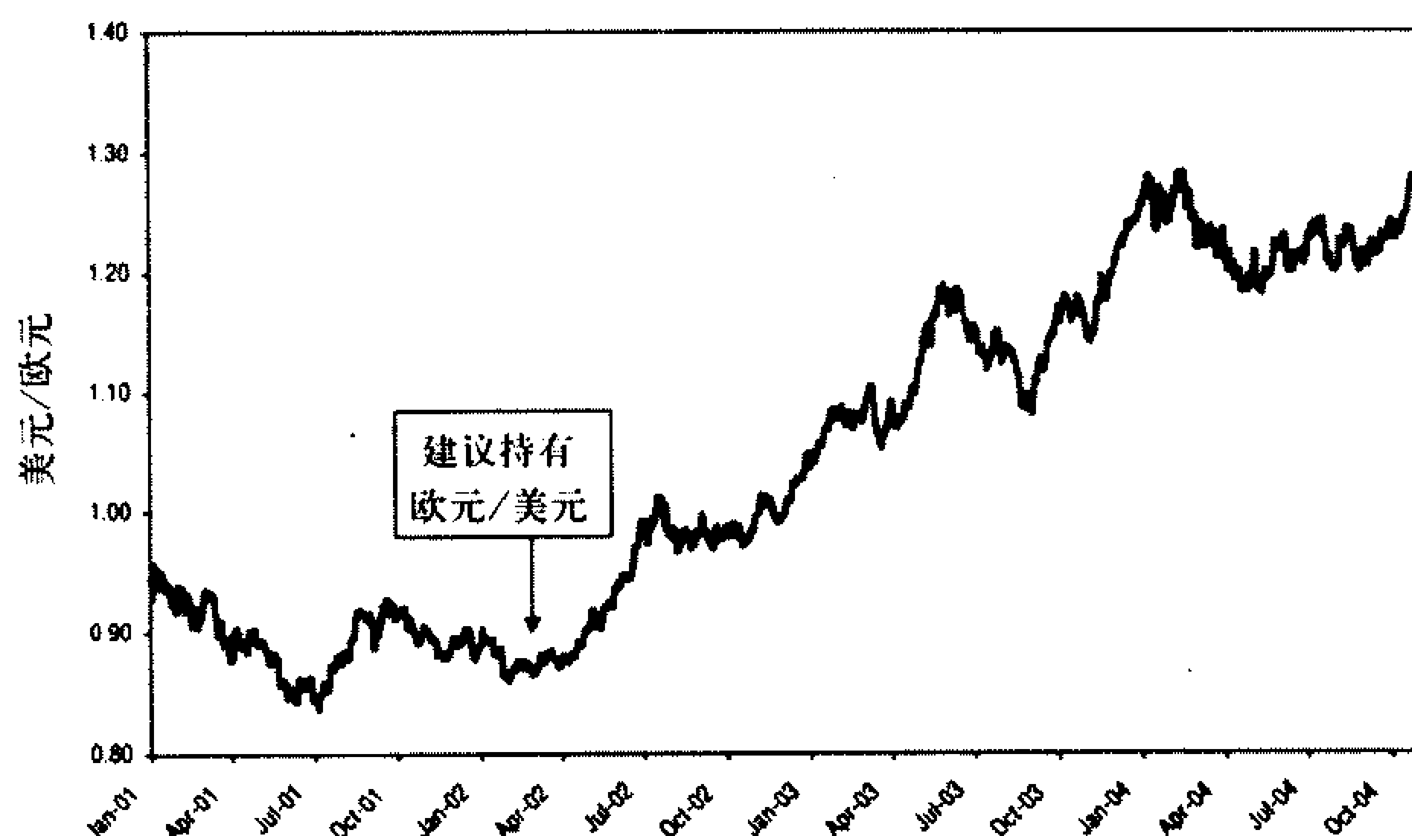


图6-6 欧元，2001～2004

资料来源：Bloomberg.

你是否总是对美元行情看跌？

对，我往往对美元行情看跌，因为这是一个趋势。自从20世纪70年代初期布雷顿森林体系解体之后起，美元就一直贬值。这是一个相当好的趋势，并且也是相当好的理由。在此期间，美国的经济经历了通货膨胀。这既可以从美国的真实通货膨胀率看出，也可以从现在的经常性账户赤字中得以证实。经常性账户赤字，是货物需求过剩而本国产出不足的一个迹象（参见图6-7）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图6-7 美元和德国马克，1971～2005

资料来源：Bloomberg.

你说的对，我通常对美元行情看跌。但是当我希望做一些相反的事情的时候，我也会改变我的偏见，这就是我在2004年保持中立时所做的事。那时，每一个人对美元行情都看跌，都卖空美元，而我却希望购买美元。因此我不得不转向风险中立而放弃偏见，我自己根据市场行情自由地进行交易。因此，尽管美元是行情看跌的大趋势，我也很难相信我会对美元行情看涨，但是如果我转向中立，我也会偶尔购买美元。

对美元行情看涨的唯一理由是，如果美国的利率水平变得非常之高，那么即可以吸引资金内流，也会抑制消费支出，这样也会抑制商品的过度需求。但是，考虑到美国的利率水平是如此之低，因此，如果你认为那种情况会发生，那么出售债券是比做多美元更胜一筹的选择。

更具体来说，我对偏好和交易的方式是，如果我转向风险中立，那么我就可以购买资产或者出售资产。但是如果我有偏爱，那么我要么不持有头寸，要么持有一个与我的偏爱相一致的交易。正是有了交易规则，我才可以深入地思考隐藏在交易中的观点。同时，这也是避免受市场打击的一种方式。

回到关于“最喜欢的交易”的话题，我最喜欢的交易并没有在市场上出现，但是它是一个典型的全球宏观交易。我在1993年以相当于15美分[⊖]的价格，购

⊖ 一种折算的标价方法，不是指仅仅15美分。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买了位于伦敦泰晤士河边上的豪华公寓，那时是英国房地产市场的最低谷时期。随后，英国政府开始出台支持地产繁荣的相关政策，英国地产的市场行情也就开始上升了。那时，英国开始大幅降息，英镑也开始贬值，一切都乱套了。

然而，那对我来说是个极佳的机会，不久后我就卖掉了那幢别墅。我在1998年以相当于70 美分的价格卖掉了它。相对于我15美分的初始投资来说，我当然是赚了一大笔，但我也留了一些钱给别人去赚。如果我现在才卖它的话，我可以卖出大约相当于150～200美分的好价格。唉，往往就是这样！我比较善于发现一个好的交易，但总不善于把它卖到最高点。这就是我的交易风格。

你为什么认为自己在挑选市场影响点以及发现市场异常现象方面已经做得很成功?

首先，我是一个天生的反向交易者。因此，如果整个世界都倾向于左边，那么我就会思考什么事情会驱使它走向右边；其次，因为绝大多数的市场趋势都会因经济的真实原因而发生改变。因此，如果你紧密关注基本的经济形势，那么你就可能捕捉到市场的变化，并且发现促使趋势出现转机的催化剂。

另外，绝大多数分析师会花大把时间来描述和定义市场中的均衡现象。而我却相反，我更喜欢观察导致市场均衡发生变化的事情、一些诱使环境发生转变的事情。当我们从一种均衡状态转向另外一种均衡状态时，通常这是发生最大波动的时候。

就投资组合的建构而言，你会选择哪种全球宏观交易风格？第一种是每年存三四个好的交易，你会期待其中的两三个取得成功；另外一种是所有时间内，你都管理一个由许多相同权重的头寸构成的多样化投资组合。

我选择前一种风格。我坚信真正有趣的方式，就是捕捉到那些20%～30%的事件，只是可惜这样的机会太少了。从实际出发，你有必要为了维持生计而赚取收益。因此，你应该进行一些套息交易。80%的资金不应该那样经常波动，应该投资于套息交易或者那些能带来不菲收入的更低风险的交易。然后剩下20%的资金，再去投资于那些20%到30%的投资机会获取高收益，这是人们应该集中精力的地方。对于我来说，全球宏观交易就是发现这些高收益的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当拼凑起你所认为可能是理想的构成投资组合的大比例交易时，你认为去那些你进行过交易的国家实地考察重要吗?

恰恰相反。我经常发现本国人往往对自己本国的经济产生误解。我发现我从远处观察基本面可以获得更好的视角。那意味着我会遗漏或放弃那些可以从现场看到的事情——如果一个国家经济开始复苏，那么你可以首先在大街上看到它的迹象。但是我的方法是相当理论性的，而我也更喜欢保持距离去进行分析。类似地，当我希望对债券市场进行投资时，我通常会询问进行股票交易的人他们怎么想。如果一个人太接近某一个环境，他会带有情绪化的东西，因此，我还是情愿从远处进行观察。

你怎样定义全球宏观策略交易?

全球宏观策略交易就是根据经济因素、政治因素和社会因素，根据所谓的推动市场价格变化的“基本因素”而进行交易。你也可以通过它的相反面来进行定义。当然观察一个单一的公司是不够的，虽然单一的公司可能影响全球宏观交易或者可能反映全球宏观交易，但是它不是我们要竭力达到的目标。就其本身而言，观察个别的股票也是不够的，尽管能观察股票的市场指数。同样，全球宏观策略交易也不是技术型交易。在全球宏观交易中，你可以利用对技术面的分析作为建立风险/报酬赌注的补充或辅助工具，但是如果存在许多系统性的交易员在那里，我是不会把他们当成全球宏观策略交易的一部分的。

你怎样区分全球宏观策略交易和相对价值型交易?

全球宏观策略交易和相对价值型交易存在交集。以全球宏观角度来看，我喜欢的相对价值型交易是持有长期英国金边债券（又称为英国国债基金，或英国政府公债）对美国长期国库券的多头。该交易之所以吸引人的原因，是从周期性来看，英国经济已经在衰落，而美国的经济却出奇地稳健。更重要的是，从长期来看，英国已经从一个高通货膨胀的国家变为一个通货膨胀率非常低的国家。英国的通货膨胀率相当地低（参见图6-8）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

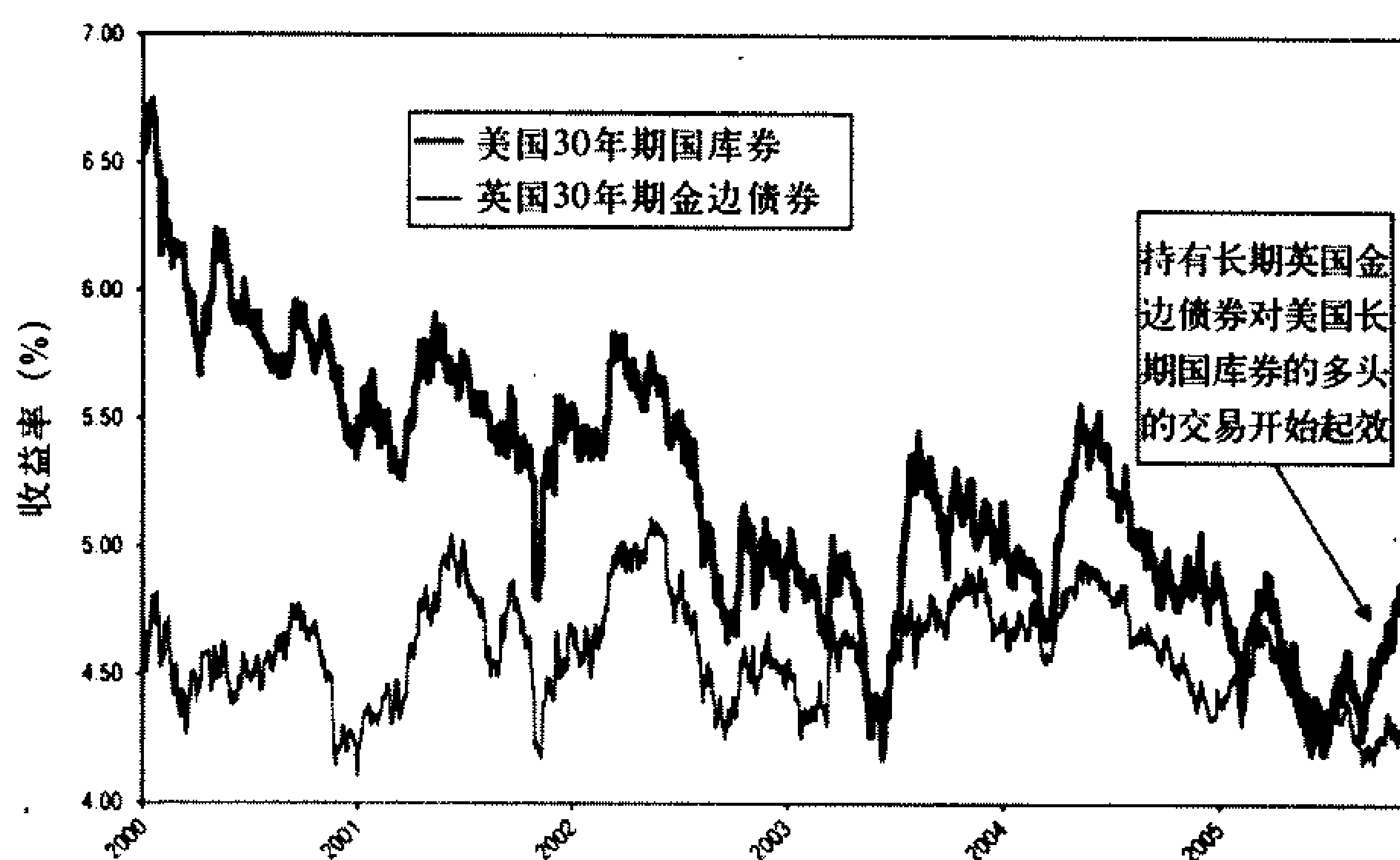


图6-8 美国30年期国库券和英国30年期金边债券，2000～2005

资料来源：Bloomberg.

美元作为世界储备货币的地位正在处于衰落期。当英镑还是世界储备货币并且处于衰落的时候，市场存在着周期性的货币危机以及基本通货膨胀率上扬的趋势，跟其他国家的利率水平相比，那时英国的利率也相对上升。

因此，持有长期英国金边债券对美国长期国库券的多头的交易，是一个属于全球宏观范畴的相对价值型交易。虽然还存在许多其他相对价值型交易，但是他们也许只是出于价格原因而进行的交易。这种债券的价格与其他同种类的债券相比，要高3个基点。依我看来，这还不是全球宏观策略交易。因此它们存在着交集。

我喜欢在全球宏观范畴下进行相对价值型交易，因为经验告诉我在交易中我可能会犯很大的错误。管理自己的交易账户有着严格的规范。我通常喜欢做差价交易、相对价值型交易，或者避险赌注交易，而这被不少人认为是一种优柔寡断的保险表现。我之所以进行这些交易的原因，是我承认我可能会出错。我喜欢做的是观察会发生什么，或者观察如果我出错了我应该怎样进行弥补？这种思维过程，通常把我引向相对价值型交易。世界上优秀的交易员能够在他们出错的时候自我节制少赚一点钱，而在他们交易正确的时候大笔地赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从你进行全球宏观策略交易以来，全球宏观策略交易发生了什么变化?

全球宏观策略交易在一些非常简单和表象的方面发生了变化。首先是投资工具发生了改变。比如，我们过去投资于欧洲各国家之间的货币，而现在已经不那样做了。其次，像其他任何事情一样，人们已经变得更专业化，因此不像15年以前——那时只存在为数不多的全球宏观交易的大人物，而现在的交易员已经变得更专业化——既有货币交易专家，也有相对价值型专家、债券专家、或者期权专家。与其他事情相比，全球宏观策略交易的变化是突飞猛进的，因为现在存在更多的人从事全球宏观策略交易，而从某种意义上来说这已经促进了投资的专业化。

你认为全球宏观型策略的投资资金的增加，以及全球宏观策略交易人数的增加，是不是已经使得获取更高的收益变得很艰难?

总的来说投资市场的资金数量的增加，意味着收益递减规律在发生作用。如果你让一些更差的交易者进人该交易系统，那么这就会导致市场出现真正优秀的人与其他人之间的市场分支。而要区分出不适合从事这种交易的人与合适的人，就会变得困难。真正优秀的人能够坚持到底，而这也是为什么对不同的对冲基金收取不同的管理费用的原因。你现在可以看到一些超级明星对冲基金经理可以收取3%或4%的管理费用，还能收取高比例的利润提成。而其经理人却成为了大众化的“商品”。

你认为随着对冲基金管理资金的增加，明星对冲基金经理的业绩会受到影响吗?

当然是这样了，某个时候肯定会受影响。举一个极端的例子，市场上只存在唯一的交易员，而所有的资金都集中在他手里，这样的话赚钱就会变得很难。问题在于资金量的大小肯定会起作用。资金何时以及在哪里起作用取决于个人，而这在某些方面又取决于交易风格和个人的胃口。一些人拥有的交易风格和个人胃口使得他们能够在没有太多麻烦的情况下，进行数十亿美元的交易。

对于那些第一次希望进行全球宏观交易的复合基金经理们，你有什么建议?

我会说，他们应该像我们在瑞士信贷第一波士顿银行建立自营买卖交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

柜台时那样思考。你希望使投资组合多样化，最简单的就是需要一个套息交易员，建立一个获取固定收入的基金；你也需要一个gamma交易员，寻找巨大的波动。你需要某些在市场平稳时能够为你赚取固定收益的人，同时也需要市场真正出现波动时能够为你大笔赚钱的人。这是你怎样建立多样化投资组合的方式。不是通过市场进行多样化，也不是通过地理区域进行多样化，而是通过他们怎样交易进行多样化。在全球宏观领域中，好的交易是把套息交易与gamma交易适当的结合在一起。比如，当一个高收益的货币币值便宜时，这就是你能够获取惊人的巨额收益的时候。

为什么你认为，资金管理人如何发现全球宏观策略是对冲基金策略中最难理解的策略？

首先，定量地进行评估不是一件容易的事情，因为那是非系统性的。其次，就他们怎样交易而不是在哪里进行交易而言，经理们的不同选择将导致非常不同的结果。最后，因为对冲基金经理群体中最大的一部分，其实是介于两类人之间，一类是那些原本不该从事该行业的人，另一类是那些做得非常优秀但是不可能成为超级明星的人。要想区分开这两类人十分困难。很难发现有人既能拥有独具慧眼去发现那些好的交易机会，又能将这个交易主意切实地转化为钞票，因此我认为这才是对基金经理人的真正挑战。

和你一起工作过的最优秀的全球宏观交易员是谁？

吉姆·莱特勒。因为他拥有发现风险/报酬点子的智力能力和好奇心，这是很吸引人的；因为他总是在积极寻找市场的巨大波动；因为他总是给人非常虚心的印象——他喜欢听到相反的意见；最重要的是，因为他对所有规模头寸的交易，都能小心谨慎而不厌其烦。很少有人能够把这些优点都兼具一身。

1991年，我记得当我对吉姆说："你看，欧洲货币汇率联系机制将会崩溃。"那时局势紧张，法国法郎对德国马克处于波动幅度内最糟糕的时候。他在那年年初就开始布局进行交易，购买数几十亿的法国法郎，因为他看到了市场的熊市，虽然处于低谷，但他并不认为系统将会崩溃。他拥有分析能力、好奇的探究心，并拥有当事情看起来糟糕时仍追逐进行交易的勇气，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告诉我这种状况往往是进行交易的最好时机。顺便说一下，重要的是他能够在系统崩溃之前脱身而出，并且在崩溃发生时能够赚到钱。

你在职业生涯中有没有成功地招聘过优秀的交易员？

我既经历过成功也经历过失败。在这方面我其实真的不擅长。只要他们进行交易，我和他们一起工作并定期和他们交流，那么我就知道谁是优秀的交易员。通常，我发现那些优秀的交易员都有着强烈的主见，并且能够把那些意见与他们的交易进行区分。他们挑选风险/报酬好的交易。一个真正优秀的交易员的另外一个特征，就是能够随机应变，即及时改变主意。

你认为现在撰写详细的月度投资者通信的实践，会影响对冲基金经理改变主意的能力吗？

应该不会。绝大多数投资者都不会在意对冲基金经理在出错的时候亏损。他们希望的是当出错时对冲基金经理只亏损少量钱，当交易正确时赚取好多钱。

顺便说一下，依我看来，大多数人在用一种错误的方式撰写那些月度报告。他们应该把写月度报告的目的当成是一种自我净化。撰写报告是一个净化梳理的过程，有很强的纪律性。因此当你写一些东西，而又没有合理解释的时候，那就是你学会新东西的时候，你应该问自己："等一下，为什么给不出合理解释？我在这个问题上有什么没有理解的地方？"你写报告的目的不只在于劝服别人，也不只是为了被选中。因此，报告不应该被写成是华而不实、似是而非的东西。你写得越诚恳越真实，那么对经理的价值就越有用。

我见过非常诚恳和非常有帮助的报告，我也见过不少值得商榷的报告。当某人写报告时说：市场非常无理性或者市场中存在许多杂音时，我就会变得十分焦虑不安，因为市场总是有点非理性，因此也理所当然存在杂音。关键在于找出波动背后隐含的经济逻辑。如果市场已经呈现出非理性，那么通常就会存在机遇，毫无疑问。当某人写道："我并不理解这个，而这个恰恰发生在我身上。"那么这就很好，很有趣。接着的关键问题就是，"为什么你不理解？"写报告的目标就是不断地学习。市场是一个真实的挑战环境，为了不被市场淘汰你就必须不断地学习。

我对某些月度报告感到厌恶的其他地方，在于他们的观点过于自信。你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能交易业绩暂时不错，但是你的观点则可能是错的或者是对的，它会在将来得到验证。因此观点过于自信是一个危险的信号。你在一个交易中可能会非常自信，这往往是因为该交易拥有非常好的风险/报酬特征，并且观点也有道理。但是一个优秀的经理总是问这样的问题："如果我出错了会怎么样？"那些优秀的人似乎总是这样做。

全球宏观对冲基金业的投资者应该寻找其他哪些危险信号？

他们应该寻找止损点。如果重复出现错误，那么这是退出交易的一个信号。无理性总是退出交易的一个时机。你有必要采取止损措施，是因为你必须要对自己说"某些时候我可能会犯错"。

最糟糕的征兆是，当一个经理交易观点正确时，他就是不赚钱。再次说一下，最优秀的交易是在错误发生时能够亏少量的钱，因为那意味着他能够脱离麻烦。这样，问题就会转化为他是否能找到赚大钱的极品交易。

关于整个风险管理以及止损点问题，你的理论原则是什么？我问这个问题的原因，是因为你之前提到你做的马克/瑞士法郎的交易，也就是先是卖空，然后止损退出，最后又再次卖空。在那个交易中，你的止损点是什么时候？

我的止损原则不是能这么简单解释的。你退出市场是因为你希望使你的损失最小化。通常发生的事情是，市场会给你一定的打击，之后行情好转，你重新回到市场。因为你感觉是市场杂音促使你退出市场的，但当你排除杂音看清市场时，你自然就回来了。对于一个经理来说，最艰难的时刻是，当他退出市场后，却始终确信自己的交易观点。那么你会做什么？你肯定有必要重新进入市场，但是要设置更为严格的止损措施。

每一笔交易都是一个预期收益的等式，它只是一个用确定的变量集进行数学描述的一个关于预期收益的简单而不确定性的理论。该预期收益会受交易价格的上下界的影响——也就是交易将会怎么发展，止损点在哪里——你用什么办法来描述这种概率的分布呢？因此，你对这个价格波动范围的判断是十分重要的。当你退出交易彻底想清楚后，你还是强烈地相信你的观点是正确的，那么预期还可能是相当好的。但是得带有一个附带条件，你有必要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增加你交易损失的心理准备，因为你之前在该交易上已经产生了损失。因此第二次的风险/报酬比例肯定比第一次小。在任何给定的交易中，你的风险/收益比例至少应该达到1：4（一些优秀的交易员认为应达到1：8或者1：10）。在你风险/收益比几次达到1：1后，如果突然之间1：4的交易变成了现在3：4的交易，那么这个时候你应该转向另外一个交易，即使是很不情愿，你也必须放弃之前的那个交易。

在达到止损点后，什么时候才可以重新进行交易，你认为对冲基金经理有必要对此制定某些特定的规则吗？比如设置一个缓冲期，或是设定一个X%的波动幅度再回来？

对于特定的交易，没有必要。从投资组合层面讲，如果你因为糟糕的管理业绩而退出所有的交易，那么我确实会相信“脑损伤”这个概念。当经理遭受巨大的损失，那么他们应该远离市场大约一个月，因为你的脑袋难免会受刚刚发生的事情的影响。就像是由于疏忽而发生汽车交通事故后，你所希望做的就是小心地试驾驶一段时间，因为很明显那并不是真正地马上在路上驾驶。

我也坚信至少应该每年让自己的头脑清醒三四个星期。我认为每个人都应该这样做。如果我是复合基金的经理，那么我会强迫我的交易员这样做，因为这样有助于使他们的头脑保持清醒。在银行家信托公司，就有对交易员的强制休假规定。

对于那些希望成为交易员或者成为对冲基金经理的人，你有什么建议？

空谈无益。要考虑交易的风险/报酬比，而不是只是考虑价格运动的方向；要思考大的波动而不是小波动。诚实地对待你的思维过程，不清楚的不要装懂。与市场周旋是很不容易的。当我们对我们自己充分地保持客观坦诚时，我们就可以以一种良好的心态来清楚地解读新闻与消息。如果你自己对一个交易都没有确切的把握，你就是在跟自己开玩笑。你会不再相信新的新闻，很可能最后会陷入恐慌中。顺便说一下，一句我曾经领悟到并亲身经历过的格言——我认为很有用——如果你在市场中会恐慌的话，就早点恐慌，早点未雨绸缪；如果事情发生时再恐慌，那么往往带来的是大灾难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章

财务主管

约翰·波特博士
巴克莱资本银行

约翰·波特是巴克莱资金银行中最大的风险承担管理者，巴克莱资本银行是英国最大的和最受尊敬的金融机构。不管是家庭按揭、储蓄账户、信用卡，还是公司债券，波特投资于任何与利率风险有关的事物。他的工作就是把风险转变为利润。在全球宏观策略交易者中，他的投资授权范围是独一无二的，因为他能够以真正的中期观点来布局进行交易，而不受每日盯市价值变化的限制约束。比如，如果他所拥有的两年期政府债券现在被抛售，当形势对他不利时，他不会因为投资者的压力、止损规则以及外部的约束而削减头寸。恰恰相反，他可以一直持有它到其成熟，因为他所进行的任何交易都是巴克莱资金银行库存资金或资产负债表的一部分。

波特是一位深思熟虑的思想家，拥有对于顶级交易员来说不一般的独特背景。他是一个美国人，曾在择生准入标准极高的巴黎高等师范学校（该校培养了一些著名的毕业生，比如萨缪尔·贝克特，让·保罗·萨特，雅克·德里达以及其他一些著名的人）学习，并且从索邦神学院（Sorbonne，巴黎大学的前身）获得心理学博士学位，这两所学校全部都在巴黎。同时，他还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有哥伦比亚大学的国际事务硕士学位以及哈佛大学的学士学位。在他毕业之后，他在世界银行作为首席投资官工作了几年，监控一个200亿全球固定收益投资组合的运营，接着在巴黎的摩尔资本管理公司为对冲基金先驱路易斯·培根（Louis Bacon）工作，担任战略家和投资组合经理。

我在伦敦金丝雀码头巴克莱资金银行的总部采访了波特。他给人的印象是，这位教授与他的几个高级学位名副其实，并且看起来十分像银行财务人员或者政治人物。他头发花白，看起来盛气凌人，但深思熟虑，语言表达十分清楚有力。他威风凛凛、具有强烈的好奇心，是一个能巧妙地与市场迂回曲折并充分自得其乐的人。他就是这样，在他最近50岁的寿宴上，他以盛宴款待他的500位最亲密的朋友，并且请洛克西音乐乐团现场演奏。

他一丝不苟地精心准备我们的采访，从中不难看出他在职场中对待工作的态度。为了准备我们的讨论以及创造一个开放式的提问环境，他带上一个他的下级交易员出去吃饭，然后给他机会，让这个交易员询问有关自己背景和经历的任何事情。从我自己跟波特的邂逅中，我已经发现波特是一个勇于接受挑战和善于争辩的人。

在我们讨论的过程中，他好几次提到心理学是理解金融市场最基本的方面。确实是，他自己在心理学方面的专长赋予了他一种优势，使得他自从在1998年成为巴克莱资金银行主要的风险承担者以来，获得了30%的年复利收益率（在相当大风险资金的管理规模上）。作为一个银行财务人员，波特是一个主要关注前端利率和套息交易的宏观交易员，或者是通过等待大的方向性宏观波动来赚取其投资组合的利息收入。在交易中他很有耐心，因为管理银行内部账户使他可以有更长的时间来布局自己的交易头寸的持有期，从而也使他有较大的自由空间来击败其他的市场参与者。

然而，只是在金融市场上赚钱，看起来不可能占据像波特这样一个人的全部生活内容，事实上波特在许多其他的领域也干得相当不错。就像他自己欣然承认的那样，可能与他的心理学背景和丰富的人生经历有关，他喜欢去猜透别人的心思。我好奇地问道，做美联储主席未来会不会成为他的一个兴趣，他笑了。在这个过渡时期，了解隐藏在这个世界上负有盛名的金融机构背后的一些鲜为人知的事情，将有助于我们更好地去了解市场的心理，以及全球宏观市场上的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的晚辈交易员问了什么问题使你认为很有趣？

他问："是什么促使你独一无二？如果市场是一个零和的游戏，那么为什么有人能够击败市场？"

对，在一个零和游戏中，既有优胜者，也有失败者。如果拥有某些确定的能力，你就可能跻身于优胜者的行列当中。促使我能够独一无二的东西，或许就是我的背景。我拥有心理学的博士学位，以及经济学硕士学位。我过去总是偏好学术，并计划将来去教书和做研究，而我确实也干了一年这样的工作。因此，交易那时并不是特别让我感兴趣的东西——事实上直到35岁时，我才开始从事市场交易。

刚开始我在世界银行的财务部门工作，而那时世界银行的财务部门是锻炼能力最好的地方之一。因为那时银行是固定收益交易最大的客户之一，而我们的卖方客户特别多。那时存在26种货币，而每种货币的基准都是相对独立的，因此在每一个特定市场里都有很多具体的东西可学。我们投资组合的管理方式是很积极进取的，而在世界银行我们被允许以非常有限的市场经验进行所有种类的市场交易，因此我从中学到了很多东西。

当我需要钱送我孩子上大学的时候，我加盟了对冲基金摩尔资本管理公司的巴黎办公室，从事观察欧洲趋同交易的工作。在摩尔资本管理公司我学会了许多关于资金管理的东西，尤其是关于怎样使用杠杆。因为摩尔资本管理公司决定关闭巴黎的办事处而搬到伦敦，我选择了离开摩尔资本管理公司而加入另一家对冲基金，工作了几年之后，我去巴克莱资本管理公司管理银行的投资组合。

对于我的交易风格来说，管理巴克莱资本管理公司的银行投资组合，是我感觉最有用武之处的一份工作。我感觉从长期来讲，我拥有优势。这需要持久力，而巴克莱银行恰恰赋予我这种空间。如果缺乏纪律，那么保持持久力可能出现错误，但是持久力取决于你是否能够生存下来以及是否能够盈利。在交易界，存在这样一句古老的格言：一个人的持久力，就是另外一个人纪律的缺乏。我十分认同这句话。

现在，我在巴克莱资本管理公司所做的就是参与时间套利交易。眼下，不管是对冲基金、复合基金、自营交易还是实际货币交易，所有的投资者都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在复制相同的短期交易风格。以前那些举办策略会议以讨论投资组合变化的好日子，已经一去不复返了。现在没有人能够做到这样，每个人都受制于不允许收益发生波动的限制。对于我来说，只要不必遵循那种限制，那么这就是我的一个优势。我相信只要我能够执行其他人都不会的策略，那么我就可以胜过其他人。是不是这种自由使我更好？未必，但是它确实带给我优势。

我喜欢打的一个比方是，每一个人都进入一个非常大的门去参加一个拥挤的鸡尾酒宴会，同时也存在一个没有人注意到的小门。如果有人大喊“起火了”，那么理所当然发生的事情就是大家从大门逃生。问题在于，如果都从大门逃生，那么你就可能被困在里面。那么这时最合理的策略是从小门逃生，即使从实际条件来讲这不是最有效的逃生策略。该故事的寓意就是，当事情拥挤不堪时，你就必要考虑到其他人的策略而调整自己的策略。

你能给我们举一个有关突出表现巴克莱资本管理公司怎样保持持久力的交易例子吗？

当我在1998年6月刚加盟巴克莱资本管理公司时，有一个极好的机会，即购买30年期德国债券、出售30年期英国金边债券，因为当时英国金边债券的交易价格相对德国债券来说要高得多。这个交易并不是我发现的，因为那时大家都在进行这个交易。尽管这样，我对这个交易非常满意，因为，第一，我知道为什么出现这种异常现象；第二，该头寸的套息空间大的达到250个基点。换句话说，30年期德国债券的年收益率要高于英国金边债券2.5个百分点。

这种惹人注目的异常现象之所以发生，是因为英国投资者出于规章制度（最小资金要求准则）的原因都在纷纷购买英国金边债券，从而人为造成了其收益率的下降。

最小资金要求

这个条例在1991年发生麦克斯韦养老金丑闻之后在英国获得通过，目的是确保公司养老金计划的资产总是能够弥补负债（比如退休金业务）。该条例以长期英国金边债券的收益率作为测量工具。为了遵守最小资金要求（Minimum Funding Requirement，MFR）条例要求的义务，公司养老金计划就开始大量购买这些长期债券，因此导致债券价格剧烈上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该交易的风险在于进行该交易的人实在太多。另外一个风险在于英国的基准利率将低于欧洲利率水平。这在历史上没有先例，但是并不代表它不可能发生、因此该风险恰巧就成为了其中的一个风险。

如果规章制度导致的购买热能够得到降温，那么进行该交易将可以达到这样的效果，我们也会从中获利。更重要的是，我们对英国加入欧元区的前景看好，而这如果发生，那么它们之间的利率差价体系将立刻崩溃。与此同时，我们会很高兴地等待时机，捕捉差价。

这个交易对于巴克莱资本管理公司来说是很有意义的，因为作为一个英国银行，我们得益于会计制度，在该会计制度下，我们只需要记录头寸的当期收入或者差价。因此我持有大规模的该交易头寸，当时大约相当于有6.5亿英镑的头寸。这大约是投资组合整体风险的四分之一，而且是公司所持有过的最具风险的头寸。

我刚持有该头寸不久，从盯市价值方面看，这项交易就开始对我极其不利。长期资本管理公司和其他任何人都持有该头寸，因此当市场形势迫使他们削减头寸时，该交易就崩溃了。在某一时候，我曾在该交易上亏了6 000万美元。然而在崩溃期间，我为了能够锁住350个基点套息空间而坚持长达两年之久，因此该交易的保本也开始变得近似荒谬起来。我们一直进行该套息交易，尽管从盯市价值上看是负的。由于银行宽松的会计待遇，加上我对交易为什么会对我们不利的原因的判断，因此我选择继续持有该交易。

我们持有绝大部分头寸，直到6年之后的2004年的年中，我们为公司大约赚取了1.8千万。我必须承认，在此期间我有些时候特别焦虑不安，因为那时我刚刚加入银行，并且面临来自风险管理部门的压力。但是我已经告诉过管理层，如果我是你们的话，我会发行30年期巴克莱银行债券，因为30年期低于4%收益率的债券，只有在出现了规章制度变革以及长期资本管理公司解体这样的极端事件时才会发生。尽管我并不能真正说服他们，但是我可以继续持有我的头寸，主要因为我们账户的净现值从未出现过负值（参见图7-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

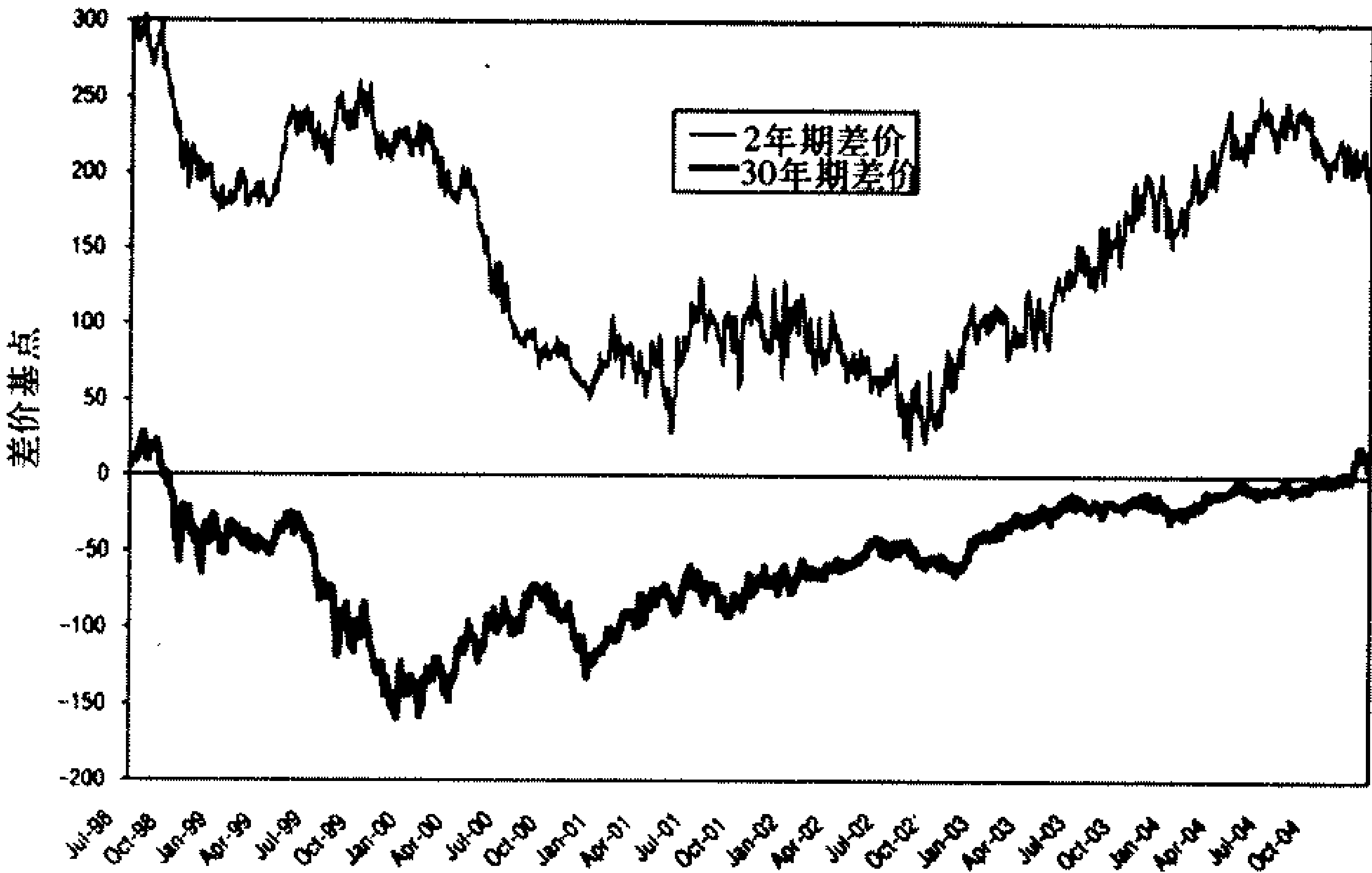


图7-1 30年期和2年期英国/德国差价，1998～2004

资料来源：Bloomberg.

因此你在巴克莱银行的一个优势，就在于只要当期收入保持为正其会计制度就允许你继续持有头寸？

对，但是这并不意味着只要我们能得到当期净收入就愿意亏钱。在我们盯紧当期收入的同时，我们也集中关注绝对收益。到现在为止，我在巴克莱银行做这种交易已经7年，获得的绝对收益相当好，而且我们也没有经历过重大的亏损事件。

从本质上说，我们从事银行业传统的利率配对管理。巴克莱银行已经分散其比较优势领域，削减责任，并且从公司的各个方面来巩固利率风险管理。比如，巴克莱银行的员工更擅长营销信用卡，而不是管理他们的利率风险，因此我们就从管理利率风险下手。作为一个银行，我们希望确保无论我们什么时候贷出款项，我们都要能够以一定差价收回贷款。

三六三准则

这是银行业一个由来已久的、不成文的准则，也就是银行为储蓄账户支付3%的利息，而对贷款收取6%的利息，允许银行家在下午3点之后去打高尔夫球。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来自零售银行、揭贷款部门以及信用卡等部门的所有利率风险，都转移到巴克莱资本管理公司，而我承担了该风险的绝大部分。而余下部分的利率风险用来调剂资本市场的其他领域：固定收益市场、商品市场、外汇交易市场以及信用市场，等等。

我的部门被授权运营基差风险，因此我们可以有效地贷长借短。但那并不意味着我们会不加选择地对冲巴克莱银行的利率负债。事实是，我们会在那些巴克莱银行没有风险敞口的领域持有头寸，比如新西兰。我们持有的风险，并不局限于巴克莱银行已拥有的负债。我们积极管理风险，寻求正的绝对收益额，尽管我们也会受到公司风险价值模型、监管资本要求以及资产负债表要求的限制。

我们期望使每一单位风险的当期收入最大化。结果是，我们往往处于收益率曲线的前端，而不是后端，因为当其他情形均相同时，比如，连续10年滚动购买1年期的10亿美元票据，要比一次购买100亿10年期的票据的收益情况好。如果它们的波动性相同，那么它们的风险价值就是相同的，但是若是持有1年期的票据，那么你就可以得到更多的当期收入。

通过把风险集中于收益曲线的前端，中央银行成为能够真正影响你成功与否的唯一因素。中央银行能够使套息空间扩张，也可以使之缩小，而我们需要套息空间。其他任何事物仅仅是影响成功与否的次要因素。

我们核心技能的一个领域是一年期的利率远期。一年期利率远期，就是市场对一年后的一年期利率水平的预测。这是一个始终存在巨大潜在的超调领域，因此我们要密切地关注该领域。本质上来说，它是收益曲线波动最大的部分，因为它会大体接近中央银行基准利率未来预期的范围。

如果你十分了解中央银行的政策行为以及拥有完美的利率周期预测能力，那么10年期利率将会保持在大约4%的水平，基准利率却可能在3%～5%之间波动。当中央银行基准利率开始波动时，市场价格通常就会发生更大幅度的波动，而一年期利率远期总是会呈现最大的波动。绝大部分利率周期都在16～24个月之间，通常会比欧洲美元期货的周期滞后几个月。利率期货市场时常能给出某种利率周期的信号，以帮助我们判断未来利率将走向哪里。

当我的同事说起他的市场感觉如何差时，我说："我不关心市场感觉，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在这里并不是要感觉市场脉搏。我们在这里所做的是，通过观察中央银行将做出怎样的预期，我们从头寸中能够获取多大的套息空间。” 就其这种工作性质本身而论，当人们削减头寸时我们尽力捕捉市场的另一端，因此我们没有必要担心太多的有关头寸盯市价值的问题。

在其他许多人都缺席的情况下，我们可以每天都赚钱。如果我们正从持有头寸中获利而头寸的盯市价值对我们又不利，我们就会持有该债券的到期头寸。

有另外一句老话：“正的套息空间，会自我消失。”，而我也认同这句话。当我对中央银行担心时，我会重新评价我的中期观点，但是我希望保持中期视角，因为我感觉那是我有相对优势的地方。如果我集中关注一些更现实的事情，那么恐怕我会失去洞悉事物本质的视角。

感知是心理学一个非常有趣的东西。小波动在某些人眼中看起来很大，而其他人甚至都没有注意到，因为他们怀有不同的视角。如果你观察得越细微，那么小波动在你眼中就显得越大。你需要一个参考物。

在过去的7年里，从盯市情况来看，我们的策略非常成功，获利非常强劲。是不是会一直这样呢？我们已经经历过不同的市场周期，而该策略都起作用了，因此这是鼓舞人心的事情。但是随着利率和波动性的继续下降，我们的策略也会面临可行性的问题，或者说任何策略都会遇到这种问题。

除了持有头寸时间更长的事实外，你在银行还有其他优势吗？比如说基本信息方面。

对于我来说，银行内部的价值是一个有利因素。你在银行会处理很多关于成本和基础建设的事。我发现从信息方面讲它的价值不大。事实上我不和其他人谈论这些东西，因为我知道他们的观点，并且这样做只会让我分心。绝大部分时间我都进行阅读与研究的工作，但是我往往阅读有独立性的研究报告，理由很简单，它们能提供客观公正、不偏不倚的观点。

我所尽力做的，就是在中央银行准备做什么与市场的预期之间进行套利。我喜欢了解交易员在做什么，但是每天都这样做的话，对你自己的交易帮助并不大。重要的是，你要追踪了解市场什么时候倾向于另一端。那并不必然意味着我要进行反向交易，但是了解市场动态对于选择建仓和平仓的时机还是很重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你会和其他对冲基金经理交流信息吗？

不会。我和他们很友好，会在社交场合或巴克莱机构和他们打招呼，但我不会和其他人定期交流观点。我不认为那样会对我有利。事实上，很多时候我都和银行管理人员交流。

管理人员会有助于你提高业绩吗？

一些管理人员责任心强，因为当我无事可做时，他们会给我事做。整天坐在办公室观察市场就会存在这样的问题：你有时不愿做某事，但仅仅为了摆脱无聊而做某事。

你选择哪些特定的投资工具？

都是一些简单乏味的投资工具，如政府债券、利率互换、银行券，以及一些我认为如果我持有到期会收回本金的工具。我们不会投资公司债券，但是银行券除外。在英国，信用工具在银行投资组合中赋予了100%的风险权重，这意味着我们不能做信用杠杆交易。

你所做的交易，与固定收益或相对价值对冲基金相比区别在哪里？

总的来说，相对价值对冲基金以及对冲基金都是在利用杠杆交易出售波动性，而我们恰恰相反。现在太多的对冲基金在出售波动性，而波动性如此之低以至于出售波动性毫无意义。事实上，出售波动性的收益并不能弥补其风险。

你只要看看高收益证券的波动性差价是如何之小，就可以发现对冲基金出售过多波动性的蛛丝马迹。对冲基金管理者面临业绩的巨大压力，因此他们不能过多地去担心市场的风险。他们的竞争者也不担心风险，因此他们会进行交易，勉强维持每月50个基点的业绩，做不到这一点，他们的投资者无论如何都会撤资。一种赚取50个基点的方法就是使用信用差价交易，但是风险极其大。过去低水平波动性之后就会紧随市场的重大混乱，1998年便是最经典的例子（见图7-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

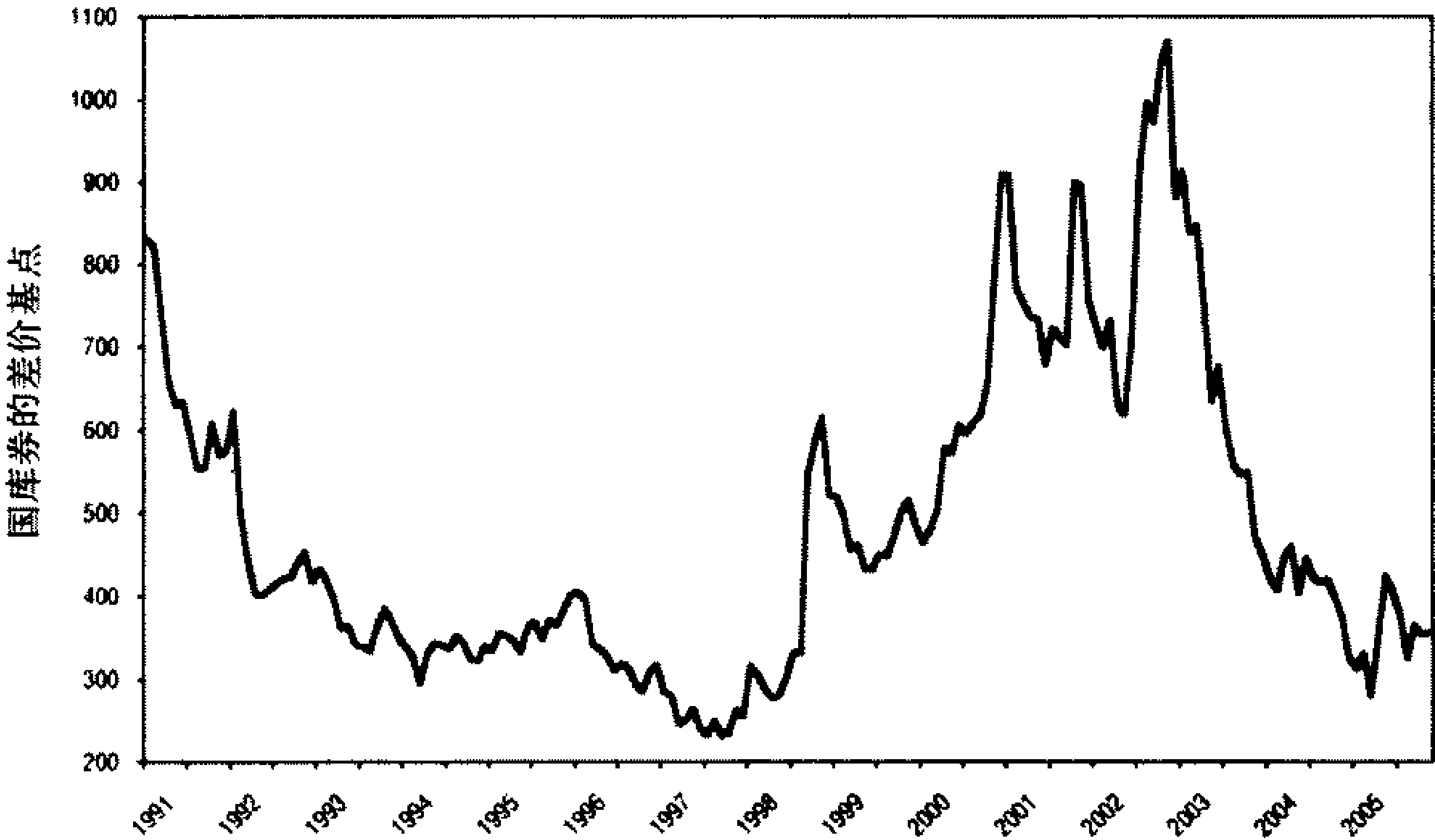


图7-2 高收益债券的差价，1991～2005

资料来源：Bloomberg.

我的策略是尽量利用市场险情，来锁定尽可能多的套息。绝大部分时间，我不会投资下注，这样也就没有任何收益，但是一旦市场出现混乱，我通过持有相反的头寸就可以赚取大笔收益。我也能赚取到大收益，平均来说，我的业绩如果不比最好的对冲基金好，那么至少也与它们持平。换句话说，别人都由大门进入，而我恰恰选择后面的小门。

利率趋势不再像以前一样，即使用长期观点来看，利率波动性也在下降，但是未来依然会遇到极端的、剧烈的波动性。因此，我的目标就是捕捉到这些波动。很明显做比说难，但是那就是我现在必须处理事情的方式。

现在为了赚钱，你需要采用不同于传统策略的投资策略。为了获得执行这些策略所必需的自由，你需要非常聪明而精明的投资者，以及一个较长期的封闭期。我们刚刚创立了一支基金来吸收外部资金。我们的计划是精心挑选投资者，那样我们就可以执行我们的特定策略了。

我们现在陷入对冲基金的泡沫中了吗?

从周期性来看，我确实认为我们现在陷入到对冲基金的泡沫中。我认为短期内，对冲基金数目会减少，对冲基金所管理的资产也会下降。这未必会导致市场剧变，但是我认为投资者在某时刻将会意识到收益不能弥补费用的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题。从长期看，对冲基金投资的资产类别不会改变，就像共同基金一样。但是，我认为我们已经接近周期性的顶峰，理由很简单，市场中有如此多的人从事对冲基金业。而问题在于，因为存在管理费用，管理对冲基金太容易。如果你能够募集10亿美金以及得到每年2%的管理费，那么为什么不创立对冲基金的你可以刨去两千万美金的相关费用，所剩的钱就直接收入囊中。

如果你认为对冲基金数目会萎缩而且担心持有期的焦点会从中期转移到短期，那您为什么还计划创立对冲基金来吸收外部资金呢？

我已经告诉过每一个有意投资的投资者，我们所吸收的外部资金将会与我现在管理的银行投资组合一样管理。我们告诉他们我们可能会损失15%，尽管概率很低。

我也告诉他们，如果你们对我们的风格不是百分百满意，那么请你们不要投资。我们没必要建立封闭期限，因为我们现在只和那些我们熟悉的、并且能理解我投资风格的投资者谈论。当我们接收更多的投资者时，我们可能有必要制定一个封闭期限。

再问一次，你已经在巴克莱银行管理了很多资金，为什么还要吸收更多资金给自己找更多烦恼呢？

为了绝对收益的增长。我一直受内部资金限制的困扰。我能够管理更大的资金库，而对巴克莱银行来讲，我的资金库多样化对他们是有益的，因为我现在已经为公司承担了绝大多数的风险。这是一个双盈的局面，一方面我不再受内部资金限制的困扰，另一方面巴克莱银行可在承担相对更少风险的同时而获得额外的费用收入。同时，这是我所认为的在日常市场之外需要经历的其他的经营挑战。

和下属交易员共进午餐时，他们会问你哪些其他有趣的问题？

其他的问题是，“是什么造就了一个优秀的交易员?”事实上这个问法不对。正确的问法是，怎样才能具备变成优秀交易员所需的品质？

一个交易员最重要的品质是自我约束，即自律。这是做好交易的一个必备条件，你必须要自律。这甚至比出谋划策、发现交易更为重要。随着时间的流

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逝，一个交易员最关键的就是要通过自我约束力去抓住自己的成功以及尽力减少错误。因为到头来，这个游戏的核心就在于持久力，或者说是忍耐力。

市场完全是人类行为的客观观测者。而人们经常试图合理地解释市场上的错误，比如，“市场反应过激。”或“谁会预测到这个会发生?”但问题是，一旦你开始合理化地解释市场错误，你就错了。

我所认识的最自律的交易员是我以前的老板，摩尔资本管理公司的路易斯·培根。他过去总说这样一句话：“你来这里并不是为了追求真理的，你是来赚钱的。”而我不断告诉他：“在生活中，我更愿求对。”我花了很长时间才理解体会到，我还是应该禀承那种求真求对的哲学，但是不在交易圈。

交易自律性是否只能在挫折中学会?或者说是天生具备的品质?

虽然需要某种程度的经验，但是我认为自律性是很自然地获得的。我相信如果你已经显示出很强的自律性，那么你就有机会成为优秀的交易员。我现在还是一个相对来说不怎么自律的交易员，但是我已经能够获取我可以继续留在游戏中所必需的自律性。

你成功雇用过富有自律性的交易员吗?

我相信我雇用过。那些现在还在这里工作的和已经离开的人一直都干得非常棒。

我倾向于雇用资历较浅者，这跟投资银行典型的雇用方式相去甚远。我喜欢那些在运动场或军队被灌输过纪律的人，喜欢那些不断评估风险的人，喜欢那些希望拥有自律性并能够发现决策错误就迅速改变的人。

我对投资银行传统的雇用方式不感兴趣。那些拥有MBA、金融学或粒子物理学博士学位的人，并不能把投资银行从长期资本公司危机或纳斯达克泡沫中拯救出来。心理学是解释这些事件的一门学科，而这在教育中是学不到的。

心理是至今市场最为重要的一块。市场参与者希望能够定量化和清晰地描述现代人的行为，但是问题是，人类的行为不稳定。当个体在群体中互动时，个体行为就开始从属于整体行为。

有个关于芝加哥交易所的一个有名的交易员的故事。一天，他正在芝加哥交易所大厅，这时美国的通货膨胀数字公布出来了，数字完全出人意料，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结果引起大厅的大混乱。当所有的吵闹声平息过后，他赚了1千万美元，当他从交易厅走出时说："拜托问一下，刚刚公布的通货膨胀率是多少?"

你得到该结论是在进入金融业之前，还是在交易了一段时间之后?

我把自己在市场上所观测到的与我在大学学习的实验心理学结合在一起，就得到该结论。在世界银行工作时，有一次我的一位同事绘制债券市场图，当我第一眼见到他所绘制的图时，我想起了对老鼠和鸽子进行条件反射试验所绘制的刺激和反应图。

从交易观点来说，道理很简单。市场总是存在刺激和反应，奖赏和惩罚。对每一个市场行为，总有边际效应不断递减的初始反应。因此你必须渐渐地巩固对相同反应的引导。对于给定的反应，人们所获得的报酬时间持续越长，那么当不再得到报酬时，人们停止该种反应所花费的时间也越长。现在，我们引进惩罚这个概念。当存在惩罚措施时，惩罚措施越严厉，条件反射会消失得越快。这提供了对市场的框架的分析，但是它未必能预测事情未来一定会怎样发展。

美国股票市场从20世纪90年代末期到现在的表现，就是一个很好的例证。在20世纪90年代中期，因为一些原因投资者重新开始喜欢投资股票。收入增长与技术进步，是市场刺激之所在。市场对刺激的反应就是购买股票。随着股票价格的上升，强化了市场的初始反应。反应的强化又导致另一波反应——再次购买股票等。到了20世纪90年代末期，市场下滑甚至也成为刺激点，人们会积极购买市值下降的股票。这种积极的强化效应还是持续了许多年。持续的时间越长、积极强化的效应越大或资本收益越大，那么美国人停止购买股票的反应所必需的时间也相应越长。

这与老鼠和鸽子的条件反射原理一样。如果在给一只鸽子端出食物之前先显示一道绿光，鸽子会啄食食物所在的地方。如果这种试验维持了很长一段时间，同时积极地强化效应，那么鸽子一见到绿光还是会啄食，即使在那同样的地方没有端出食物。这个试验维持的时间越久，让鸽子最终停止啄食所花的时间越长。为了使反应消退得更快，可引入惩罚措施——当鸽子在没有见到食物但看到绿光的情况下，只要啄食就电击它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我第一次交易时，事实上我希望像一个经济学家一样交易。但是因为受到惩罚，我很快知道这不可能。回到美国股票市场的例子，后来出现了网络泡沫的破灭。当2000年过后市场下滑时，条件反应开始消退，持有股票尤其是购买市值下降的股票的投资者连续不断地受到惩罚。

你是否因为你的心理学背景而认识到2000年的纳斯达克泡沫?

是的。关于金融或资产泡沫，你必须知道它的存在，而且要期望自己能逢凶化吉免遭泡沫困扰。在发生科技泡沫期间，我做的唯一一件事是抛售我私人持有的所有股票。我的念头起于1999年，当美联储处于持续加息周期时，股价会停止上升。我在1999年2月出售了所有股票，而这发生在泡沫出现前一年。但是我应该再一次提到，当大金融家伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）被问到成功的秘密所在时，他说："我总是太早卖掉。"

你是怎样把科技泡沫及随后发生的市场冲击，整合到你的固定收益交易策略中去的?

当一开始抛售科技股时，我就知道美联储将会开始步入减息期。一旦他们开始进入缓和期，股票市场就会与我不那么相关。在巴克莱银行，我保持只投资于固定收益证券，因为这是我最拿手的领域。那些脱离自己所擅长的市场领域的人往往是那些正陷入困境的人。

当网络泡沫破灭时，我在利率变得更为陡峭时开始进行交易——做多美国2年期短期票据和做空美国30年期长期债券。那时，2年期票据收益率大约为6.75%，但收益率曲线却有一个75个基点的反转。说实话，我在那个时点上并没有马上看涨债券行情，但我认为收益率曲线的反转将会得到修正。

虽然我95%的利润是来源于方向性固定收益投资头寸，但我认为自己是相对价值型的交易员，因为我感觉要最大化地获取成功的几率，沿着收益曲线恰当选择头寸十分重要。当我选择收益曲线更陡峭时段的头寸时，人们认为我昏了头。结果是，我利用那个利率反转点在绝对低的价格买进了债券，后来差价从负的75个基点变为了正的365个基点，这让我赚大了（参见图7-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

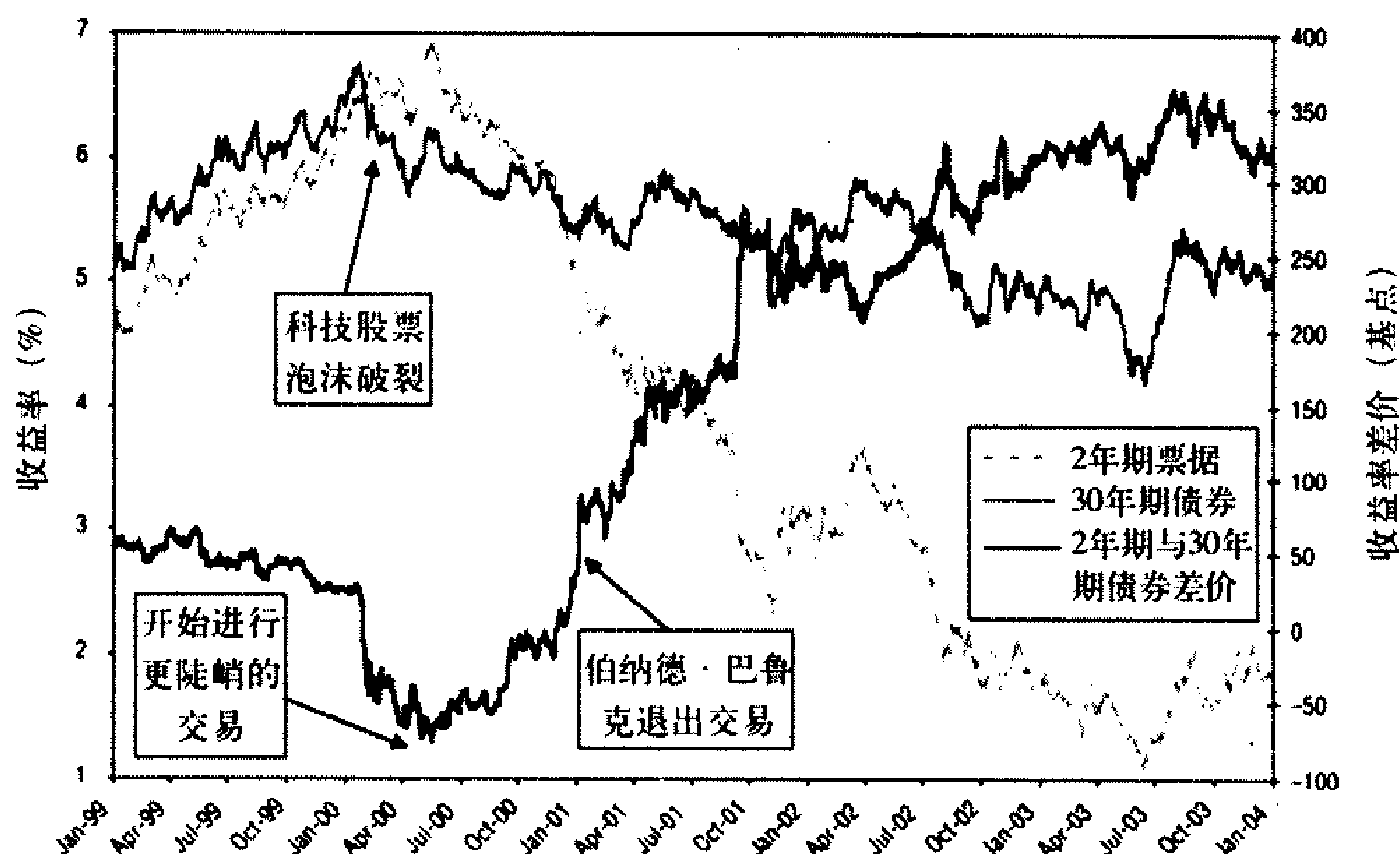


图7-3 美国2年期票据和美国30年期债券，1999～2004

资料来源：Bloomberg.

你是否步了伯纳德·巴鲁克的后尘，在这个交易中出来太早？

是的，我在这笔交易中只赚了大约125个基点，就出来了。

如果绝大部分是定向交易，那你为什么不只买2年期票据？

只有在我对双尾盈利充满信心时，我才进行相对价值交易。本质上，我只管理两个头寸。那些交易收益曲线的人自欺欺人地认为他们的头寸可以得到对冲。利率的方向可以解释90%的收益曲线。如果你处于曲线陡峭处，你基本上可判断债券价格会上升；如果处于曲线平坦处，你应该认为市场会抛售。

你所寻找的代表着好的定向宏观交易机会的标志是什么？

对于我和我的交易来说，最重要的参考变量是中央银行根据市场预期改变利率水平的概率。这提供了恰当的基准标杆，因为那才是我实际上能够获得的。而我不用力图去理解供给、需求以及宏观世界里的其他变量。

当你遇到一个很好的宏观交易机会时，你是选择不同种类的交易工具还是只选择你自己认为最好的投资工具？

除非我看到为何要进行分散化头寸的令人信服的理由，否则我认为你持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有多个头寸是自欺欺人。头寸越多，损失的机会越大。如果存在一个你认为能够包含80%～90%主题的投资工具，那为什么要持有大量不同头寸而分散自己的注意力呢？

通常你的投资组合是做多波动性还是做空波动性？

平均来说是波动性多头。我们去年是做空波动性，因为那是我们认为唯一能够赚钱的机会。现在我不会做，只因为波动性太便宜。当我们持有处于收益曲线前端的多头时，我喜欢选择波动性空头，因为如果发生振荡，我们的波动性空头方会受打击，但收益曲线前端的利率会上升。我喜欢风险多头，而不是空头，那样的话我会睡个好觉。

一个著名的交易员曾经说过："如果你晚上不能入眠，那么就表示你的头寸太大。"这就是我为什么可以入眠的原因，我会确保自己不会持有让我感觉不舒服的头寸。

你是怎样建构投资组合的？

我们所做的是在维持某种多样化水平的前提下，使得单位风险价值的当期收入最大化。流动性仍然很重要，尽管因为我们的投资组合不用每日盯市而只需要更少的流动性，但是如果流动性低于某种水平的话，我们也会遇到一些问题，因此流动性还是很重要。我们对我们所有的头寸都进行质量评估，思考什么会使每种头寸合适或者不合适。然后我们寻找那些可以在头寸出错时，补偿这些失误的其他头寸。再接着我们会观察这些新头寸对我们总体风险价值的影响，同时牢记那些与风险价值相关联的问题——也就是那些保守性指标，以及相关性很稳定的假设是否适用。

在我最近和公司风险管理者的一次对话中，我们的谈话涉及到了风险价值（VAR）存在的问题，这发生在失业率报告公布之前。我们那时持有的是美国国库券空头。

> 风险管理者："你应该交易在曲线更陡峭点处的证券，因为你必须降低风险价值（VAR）的数值。"
>
> 波特："你是在开玩笑。我们处在失业率公布前一天。相信我，如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 失业率很高，那么市场不会变得陡峭，收益率曲线会变得平坦，因为这会促使美联储加息。"
>
> 风险管理者："如果你持有一个扁平的头寸，你会超过你的风险限制。"
>
> 波特："难道你希望我进行一笔我认为会亏损的交易？仅仅为确保保持在风险价值（VAR）以内。"

很明显，他不好意思地笑了笑，然后走开。该对话总结了风险价值（VAR）模型存在的问题。利用定量框架评估风险固然很重要，但是能够加入常识性思考也同样十分重要，而常识只能从经验中获得。

也许，在整个交易活动的游戏中年轻人更富有精力与活力，但是经验的价值应该更大。只重模型而忽视经验，那可能正是市场健忘的部分原因所在。

你会利用市场健忘作为优势吗?

毋庸置疑，这是市场不起作用的一个例子。另外一个原因是人们甚至记不起他们所经历的事情。这不能说是市场的非有效性导致了市场健忘，而是说两者有点关联。

我记得"9·11"事件之后，一些人开始认为世界末日将来临，债券市场也大幅升值。世界各地弥漫着悲观的气氛，但我没有沮丧，因为我知道人类的强大适应性，会让这段经历很快过去。

当"9·11"事件过后，汽车零利率信贷的推出导致了汽车销售量打破历史纪录，这显示出不管人们多悲伤，只要存在便宜货人们都会购买。在汽车销售量破纪录后，我们做空债券。接着零售数字被公布出来了，再次像汽车销售一样打破了纪录。这时候，市场反应过来了，债券市场出现了抛售，购买债券的人数可谓门可罗雀。

像"9·11"事件这样的极端变动已经发生过，而且还会发生。这就是像我这种"老姜"因有经验而拥有优势之所在。认识到事情并非一成不变很重要。

我的论文主题是《记忆力的发展和儿童间交流》，而且我总是尽力提高自己的记忆力。在市场中我拥有的一个优势就是我的记忆力特别好，能够准确回忆起债券市场所发生的事以及知道为什么会那样。这就是我不怎么使用图表的原因——我自己能够记住这些事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从你踏入该行业以来，市场发生了怎样的改变？

我们经历了20年的账面资产升值和实物资产贬值，这就是变化的全部。在1980年，金融股占标准普尔500指数股票构成的5%，而现在已经达到了25%。

2000年，我对我的孩子们说："我希望你们都尽情地享受生活与快乐，因为到现在为止你们正经历着一段和平、繁荣以及历史上前所未有的财富快速积累的时期。只要没有战争，即使不再繁荣昌盛和富裕，你们也会过得非常好。"随后就发生了"9·11"事件。与20世纪90年代相比，现在没有以前好，而且将来也不会比那时好。

从金融市场角度来看，我们不幸正处于股票市场的向下调整期。人们将会对金融市场非常失望。在将来任何时候，人们会选择做其他事情，比如公共服务、和平组织，或者类似的事情；而不是去读MBA或者进投资银行——这些会如潮水般消失。

关于地缘政治学，我不赞同美国与中国相比会落后。我还是相信美国拥有足够的干劲和开放性，这使得美国会继续吸引最优秀的和最聪明的人才。中国会变得非常强大，我们可能迎来多极世界。我们将经历那种在一个统治性的超级大国统治之前的生活方式，那也许是件好事。以人道主义观点来看，前苏联好恐怖，但是从力量和地缘政治平衡立场看，那是件非常好的事情。存在一个使得每个人都保持着自省与诚实的抵消物总是一件好事。

未来哪种交易策略会具有最大的成功率？

未来的市场需要一个富有经验的股票挑选者——需要一个从微观角度进，能够分析出哪些股票定价过高、哪些股票定价过低，从而进行相应地交易的人。我们会进入一个交易市场与趋势市场相对应的时代。那些只会观察市场指数的荒唐可笑的人，都会被市场淘汰，就像是"人云亦云者，亦步亦趋者"。

我不得不认识到，失败的可能性时刻存在，总有一天银行的管理者会把我的某些交易任务交给别人，因为那时我可能已经没有能力来玩这种游戏了。我希望有这样一天，因为我不能直接从市场中等到这样一天，那意味着我的彻底失败。我现在最想甩掉的事情，就是所谓的名气，如果能够的话，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我就不必仅仅为了某人期望的某个收益水平，而被迫去做一些我本不必去做的事情。

全球债券市场不断增加的相关性，是否有损你赚钱的能力?

时断时续会发生。有时会同步增长，而有时却不同步。现在某些市场与以前相比更密切相关，但有些却没有那么相关。

美国收益曲线的两端是负相关的，这是前所未有的。与两国经济的发展一样，新西兰与澳大利亚的中央银行步伐相反，这一点也不同寻常。并且，欧洲其他国家也并不像人们认为的那样与英国相关。

我们监控相关性是因为从短期看它们可能会起作用，但从长期看它们通常不会演变成大事件，因为它们是保守型的。我通常会做一些在当前相关性的环境下意义不大的交易，以作为对未来潜在的不利环境的对冲。例如，我认为如果所有其他头寸会亏损，那么我的这个头寸，比如说新西兰，在出现巨大波动的情况下会实现盈利。我们不能忘记在投资组合中应包括新西兰交易，因为即使现在新西兰不是个令人感兴趣的市场，那么如果突然之间某事发生，新西兰头寸就会起作用——有助于我们缓和其他头寸的损失。

我们所做的与绝大多数对冲基金截然不同。我们用一种中期观点在真实投资组合的背景下管理资金。而对冲基金则是根据每日的情况进行管理。他们会声称在真实的投资组合背景下进行一系列中期交易，但是事实上他们是以银行自营买卖交易风格的心理进行交易。

你对金融市场上学术严密性的缺乏感到吃惊吗?

对，我感到吃惊，尤其是在行为金融上。人类行为当中存在许多非常有意思的偏好，而且往往始终如一，这应该被应用于市场。然而，实际上没有人真正从事这种工作。我未必会在交易中直接使用行为金融学，因为它更是一种定性的东西而不是定量的东西。

比如，我喜欢观察年轻交易员进行交易，因为他们都犯同样的错误。我对此并不是要很刻薄，因为每一个人都要经历这个过程。但是在一个人的交易职业生涯的初期，存在着一种随波逐流的总体趋势。我只对他们因这种原因会说些什么感兴趣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我同时也利用行为金融学，来寻找人们为什么思考他们做事方式的理由。这个概念是非常重要的。市场可能出现过度购买，也可能出现过度出售，但是只有等到出现一个新的概念时才能形成趋势。概念最终会趋于精疲力竭而衰竭，而这通常会发生在当它们被登上报纸或者杂志封面时。换句话说，当该概念完全流行时，它就对市场不再存在价值了，又会重新回到刺激和反应的过程。在某些时候，相同的刺激会引发单调递减的反应，直到最终没有人会关心这个概念。我希望知道相关的概念是什么，并且希望知道人们为什么那样定位，以期待能够帮助我判断什么时候事情可能会发生改变。行为金融学解释了市场为什么会那样做。

经济学始终还是人类心理学的一个领域。为什么某物会值那个价格？供给与需求，但只有这些吗？为什么钻石的价格会那么昂贵？肯定是因为某些人喜欢它们，但是为什么会喜欢钻石？他们就是这样喜欢钻石。因此全部是心理的问题。

你认为人们购买黄金是出于心理原因吗？是认为黄金存在内在价值吗？

我认为黄金不存在任何内在价值，因此购买黄金完全出于心理原因。那就是说，我最近用个人资金购买黄金，是因为我感觉到风险极其低。我喜欢这样的事实，即所有的中央银行，包括英格兰银行都在销售黄金。当银行参与到市场行为中，他们就成为了最好的反指标。我也喜欢看到印度和中国的经济增长，这两个国家都是黄金的消费大国。印度女性穿戴了许多黄金，而中国在他们所有的建筑和圣祠中都使用黄金。我估计，如果那些有购买力的人都买黄金，那么黄金价格将会上涨。再次说一下是心理原因。他们为什么认为黄金有价值？谁知道，它们就是值钱。

你认为和中央银行官员交流有价值吗？尽管他们往往起到反指标的作用。

答案是肯定的。因为我是银行投资组合管理者，不是对冲基金管理者，所以我和中央银行官员的关系特别好。中央银行对巴克莱银行负有责任，因为我们是清算系统的一部分。我同时和他们中的一部分人拥有类似的背景，因此每次交谈前我总是提及我在世界银行10年的工作经验，从而使他们能够觉得自在一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从他们口中我希望得到的就是他们在观测什么。只要我所关注的和他们所聚焦的一样，我会更舒适自在，那说明我的交易决策是正确的。他们并不需要故意出错来让我赚钱。

困难在于，现在每个人都在你追我赶、相互竞争。突然之间，一句话都变得很重要。中央银行官员都陷入一个困境，他们认为自己应该与市场保持交流和透明度，而结果对他们来说很可能是弊大于利，尤其是欧洲中央银行。如果我是他们，我不会说任何话。

除了中央银行官员，你还会使用哪些工具或指标来进行固定收益交易？

人们可能会笑，但我在这里还是会说出来，因为一些人把我和它联系在一起。我喜欢观看月亮周期，并且喜欢了解何时满月。

我身上不存在任何神秘之处——我不信占星术，并且也不问其他人——但是我曾经读过一篇经验性的研究，认为满月与趋势倒转之间存在着在统计学上十分惊人而显著的关系。我相信做这个研究的人，而且发现这很有趣。月亮的引力对人类行为有影响这一点是有道理的。很明显，月亮的引力很大，它可以改变潮汐，影响月经周期，而且那些研究老年痴呆症的人也发现他们的病人在月满时分会行为异常。

我已经发现好几次在月满时我的交易很好。交易全在于信心。你越自信，你的头寸会越大并且你的持久力也会越长，但是你必须知道你为什么会自信。有时你会变得盲目自信，比如骄傲自满或顽固不化。

看起来像拼花理论（Mosaic theory）一样，把谜的各种不同的板块拼凑在一起以助于找出谜底。而满月恰好是我其中的一块板块。我不会进行简单的折衷处理，但是我会询问月亮现在处于哪里，尤其是当我们处于趋势的极端水平位置时。

你最严重的交易错误是什么？你从中学到什么？

有许多错误，但是我会告诉你1994年发生在摩尔资本管理公司的一个错误交易。我做的是欧元里拉日历差价交易，即做空前一个合同和做多后面一个合同。我原以为远期利率与欧洲利率相比太高，而这种异常现象会随着意大利利率与欧洲利率的趋同而消失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但事情并未像它应该那样发展的演化，这只是众多同类交易中的一个例子。意大利经济日益衰弱，而货币也日益疲软。前端相对于后端本应该被抛售，因为意大利中央银行要么加息以保护本国货币，要么保持利率不变以免伤害本国经济。

然而恰恰相反。利率前端上升了，而后端被狂抛，因此交易对我极其不利。我决定清仓某一方的头寸，但是多头头寸开始下降，而空头开始上升，使得我很难决定放弃哪个头寸。在这个交易中还有一定量的公司的资产，所以我觉得痛楚万分。

我不知道怎么办，所以我给一个交易员朋友打电话征求意见，他以前是个经纪人。他说："非常简单，打电话给一个你以前从未接触过的经纪人，要他尽快结束交易。该经纪人只关心佣金的多少，因此他会很快解决好。你需要做的最后一件事，就是把交易给那些处于卖方且愿意为你解决这件事的一个朋友。因为，若你在这个交易中持续的越久，那么最后你亏损的钱就越多。"

当事情不被理解，或者是虽然能被理解但形势不是你当初进行交易的初衷而变得糟糕时，你真的应该尽可能快地结束该交易。我结束了我的欧元里拉交易，而这冲击了市场，在退出市场的过程中我又多损失了一些钱，但是至少我退出了市场。

从该经历中，我懂得了止损是目前为止交易中最重要的一个方面。回到纪律，止损是件非常难以执行的事情，但是如果你止损恰当，你将永远不会破产。你应该在市场远未到达接近终点时，就要退出市场。

除了意大利交易事件，在1994年债券市场风暴中你还出了什么事？

1994年是我生命中最背运的1年。那时的处境是如此困难，以至于我几乎崩溃。尽管我没有生病，但我总是每3分钟就冲向卫生间。先说一下背景，除了路易斯·培根之外，我是摩尔资本管理公司中最早用自己的资金进行交易的交易员之一。当时是1993年，以下是我们的谈话：

> 培根："你为什么希望进行交易？"
>
> 波特："你是比我优秀很多的交易员，但是我认为你应该分配一点资金给我。如果你不给我，我只是仅仅记得那些你没有做的但有用的交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而完全忘记那些我认为没有用的交易。我强烈感觉到，我应该可以交易一个你可以密切跟踪的账户。”

培根：“说的对，有道理。”

我记得1993年债券市场处于熊市，而我认为市场反应完全过度了，所以我试着尽力保持空头，但是没什么功效。问题在于我处于渴望成功的巨大压力之下，而我又刚刚说服路易斯分配资金给我。于是我也随波入市，跟上了市场趋势，交易债券多头，我买进的是英国和意大利债券。结果是，第一年结束时我的形势特别好，利用路易斯分配给我的资金赚了50%。

培根：“这太让人神魂颠倒了。我觉得应该把你的头寸增加2倍。”

波特：“市场价格在该水平上似乎过高。”

培根：“你不再是在世界银行工作。你不是根据理论基准来进行交易。如果你的资本变成原来的3倍，那么头寸也应该变成原来的3倍。”

这样，头寸被有效地扩大为3倍。结果1994年，全球债券市场崩溃了，而我所在的市场是遭受损失最严重的。我的新资本的价值下降了15%，因为扩大了3倍，也就是相当于我最初的资本价值下降了45%。路易斯非常焦虑不安，而我就像一头被车灯照到的鹿——愣住了。

培根：“这完全让人不可接受。”

波特：“我意识到了，因此我把所有的仓位都平了，但是我希望重新开始进行交易。”

培根：“好的，但是你再也不能像从前那样缺乏自我约束力了。”

此时，我观察周围被市场击倒的人，开始观察出现的所有的异常现象，然后进行相对价值的交易，因为我对进行定向交易已经不再有任何信心。到了9月份，事实上，从全年来看我的资本价值已经上升了，然而我打算辞职。

波特：“我不想留在这里，但是我很高兴地说我没有损失您任何钱。”

培根：“你说要辞职是什么意思？这是个惊人的业绩。1994年存在两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种人，一种是损失了许多钱而停止交易的人，另一种是亏了很多钱而希望尽力赚回来但是却亏损更多的人。在这种糟糕的行情里，我没有听说过任何人能像你干得这样出色的。”

波特：“我非常受宠若惊，谢谢，但是……”

培根：“继续留下来。”

因此，我继续留下来，但是这是我生命中最糟糕的一年。我在世界银行工作了10年之后，变动了工作和国家，除了令人沮丧的交易之外，我还经历了生命中除死亡和离婚以外所有其他的所谓的悲伤处境。然而，我很高兴我挺过来了，因为这是我所经历过的最重要的经历。这种结论很让人惊叹咋舌——我生命中最糟糕的经历，却变成了我交易生涯中最好的经历。每次一想到该经历，我就不会再粗心大意。

我从该经历中吸取的主要经验是，事情总能变得比你所想象得更糟糕。你永远不能说某事不可能发生，因为未来任何事情都可能发生。考虑到这些，你总是需要有适时止损的自律性。

这真是让人惊奇，有多少当今成功的宏观对冲基金交易者，能在1994年债券市场风暴中经历其开创性的交易经历。

确实令人惊奇，因为你度过了交易市场的最佳时机。你从未受过威胁，而又始终没有人捕捉到那种最佳的趋势。

你职业生涯中最喜欢的交易是什么？

我最喜欢的交易发生在1999年2月，长期资本管理公司解体几个月后，当时人们都认为金融系统会崩溃。在巴克莱资本公司的管理委员会会议上，他们征求我对市场未来行情的观点。

波特：“我对固定收益市场行情看跌。”

委员会：“当世界面临末日时，人们可能会纷纷抢购债券，你为何对它的行情看跌？”

波特：“4个月以前你们是对的，但是处于现在，那种观点现在已经完全过时，并且是不适用的。我认为美联储在9月份所做的保证事实是犯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了错误，因为在那时事情已经结束。”

委员会：“那么你的投资组合是怎样的？”

波特：“我们持有相当可观的英国金边债券空头头寸。”

委员会：“难道你们不认为那样很危险吗？”

波特：“我强烈感觉到应该持有固定收益空头。我敢和你们打赌，30年期美国债券合同的价格在达到130以前会先跌到110，现在是124.75。”

委员会：“你发疯了吧？”

波特：“不，我没有发疯。我愿意和你们赌任何东西，但除了让我喝高杯酒，我甚至给你2/1的赔率。那是我多么强烈感觉到的事情。”

委员会：“你真疯了，为什么不赌一箱雪茄？”

波特：“没问题，我愿意赌任何东西，赌雪茄可以。”

在1999年10月，30年期美国债券合同的价格显示为110.08。

委员会：“我们的打赌怎么样了？”

波特：“这是图表，从我们打赌那天起价格已经从124.75跌为现在的110.08。”

委员会：“给我一份图表的复印件。当你输了时，我会用这图表点燃我的第一支雪茄。”

波特：“你说得太大胆和卤莽了。我很高兴听到你这样说，因为当人们开始说这种话时，他们注定要输。”

后来的事情很确定，在2000年初合同的价格达到了109.24（参见图7-4）。

在他们打赌失利之后，我对委员会说：“我有好消息和坏消息。坏消息是，你们打赌输了，你们欠我们一箱雪茄。好消息是我以我的观点来管理巴克莱的资金，而不是你们的观点。”

那是有史以来我最棒的一笔交易。那是一次十分疯狂的下注。一股难以置信的神奇力量支撑着我，结果我赢了。同时，那一年我们赚了很多钱，在发奖金之前我赢了与委员会的赌注，真是妙极了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

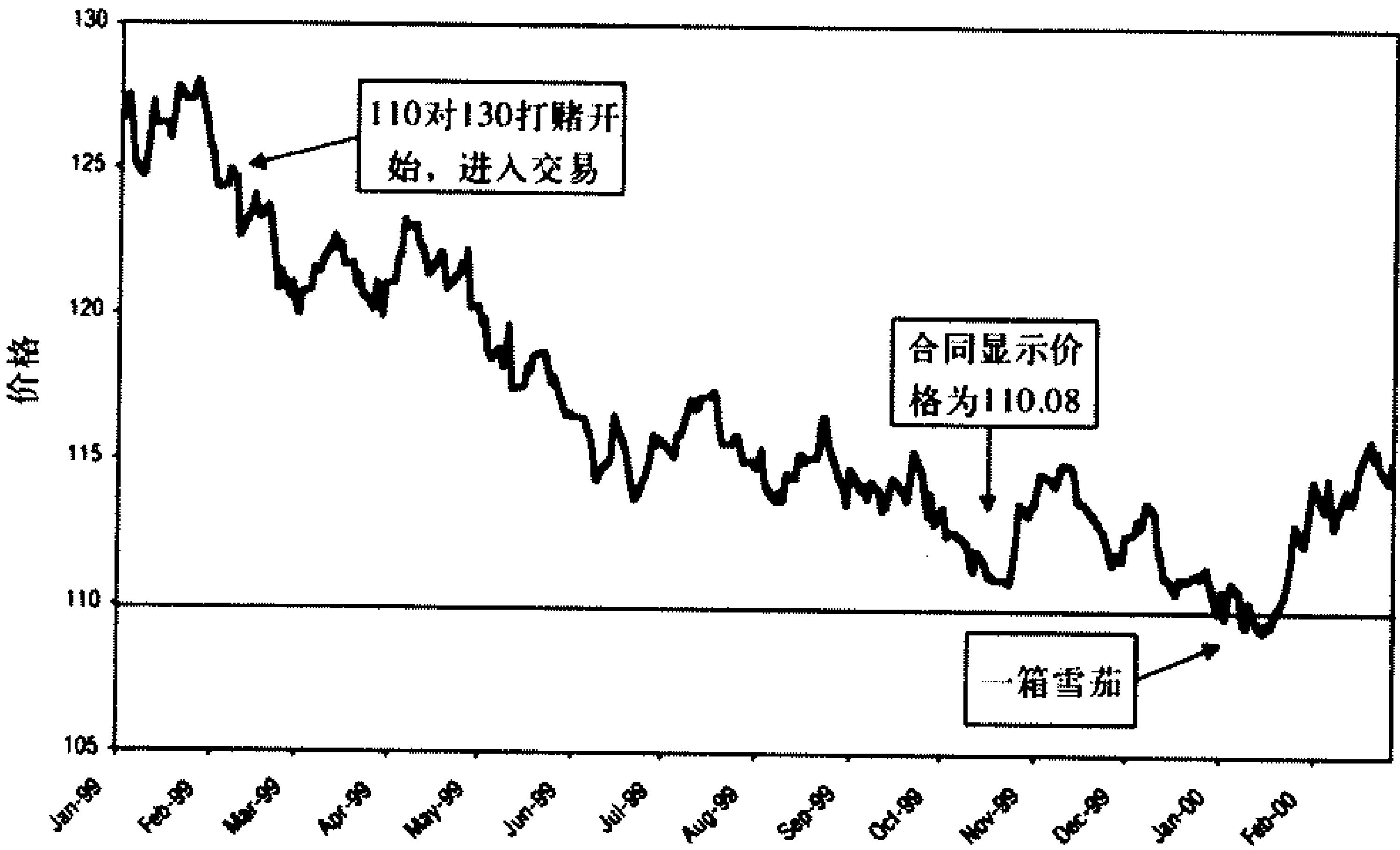


图7-4 美国30年期债券合同，1999～2000

资料来源：Bloomberg.

除了从约翰·古德菲瑞德(John Gutfreund)的错误中所吸取的经验之外，听起来那次打赌你似乎多少是受约翰·梅里韦瑟(John Meriwether)的影响。

正是，那是我受《说谎者的扑克牌》影响的时候。

《说谎者的扑克牌》

约翰·古德菲瑞德：“一手牌，一百万，别掉泪。”

约翰·梅里韦瑟：“不，约翰，如果我们为了那些数字而去玩，我更愿意为真的金钱而玩。一千万，别掉泪。”

资料来源：Michael Lewis, *Liar's Poker: Rising Through the Wreckage on Wall Street* (New York: Penguin Putnam, 1989).

你推荐你的下属交易员看什么市场书籍？

我是注册金融分析师（CFA）项目的半公开支持者，只因为我认为它是一个覆盖金融所有领域的优秀项目。关于固定收益交易，一个人必须知道机械学，法博齐（Fabozzi）的书是经典。

我个人最喜欢的书是《营救华尔街:一群投机天才的崛起与陨落》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(When Genius Failed)，作者是罗杰·洛温斯姆（Roger Lowenstein)。这是一本讲述长期资本管理公司的书。我敦促所有的交易员阅读这本书，并对他们说："不管你们认为自己有多聪明，你们不可能会比这些人更聪明。他们是梦幻组合，但是应该看看他们所没有理解的地方。"长期资本管理公司的这些天才们存在的明显问题是，他们过度尝试把经济学用数学模型表达。他们持有这样的观点，即科学的、定量的方法才是唯一的方法。

很有意思的是人们如此过度地依赖数字只因为它们是数字。他们几乎不关心数字从哪里获得以及它们的稳定性。当数字不科学时，数字会给人们带来一种错误的安全感，而安全感源于科学。这种方法某时候对长期资本管理公司很有作用，但是他们完全忽视了一个可能摧毁他们的领域——心理学，更重要的是，社会的心理学。最终的结果是，他们自己的内部心理和市场的心理摧毁了他们。

我认为市场就是心理，除此之外什么都不是，而《营救华尔街:一群投机天才的崛起与陨落》一书恰恰捕捉到了这点。它向读者展示了市场的极端，以及为什么一个人不能说不可能。现在看来，没有比学习心理学和经济学更好的交易背景了，因为那是进行交易所需的最基本的东西。说到这里，我要重新提到学术活动和以前学习行为金融学和经济学的经历。我认为自己是因为拥有如此出色的背景才能做到这样，即我已经成为心理学和经济学的学者及实践者。

你希望自己哪点被他人记住?

我希望自己因对人类思考的进步所做的贡献而被记住。我只是正在经历投资界。我不会故意进行交易，也不知道我何时会结束交易。我现在做交易，只是因为我喜欢。我不认为成为一名伟大的交易员是那么重要。我并不景仰伟大的交易员。我不认为做交易员是一份必需的工作，也不认为他们对社会做出了什么重要贡献。他们在执行一种功能，但这种功能并不比银行有效。

你希望自己有朝一日成为中央银行官员吗?

是的，那是一份吸引人的工作。

成为美联储波特主席呢?

我不知道我是否能胜任。格林斯潘有生产力时代最聪明的头脑，他的能力是不能被克隆的。接替他的工作会非常棘手。鉴于当前存在的所有失衡现象，我无法预测后格林斯潘时代，但那将会非常有趣。幸运的是，历史只是会评价你在任的时候。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

中央银行官员

苏希尔·瓦德瓦尼博士
英格兰银行，瓦德瓦尼资产管理公司

苏希尔·瓦德瓦尼博士看上去更像一个大学的终身教授，而不像是一个神气活现的金融界主宰者，但是如果考虑到他在金融学术圈中的背景与地位，这就不足为奇了。本书有趣之处在于瓦德瓦尼的学术视角，尤其是他的关于中央银行和利率政策制定的内部观点。在英格兰银行成为一个政策独立的机构之后，瓦德瓦尼就效力于英格兰银行的货币政策委员会，作为委员会的成员一干就是好多年。当英格兰银行试图保持央行政策的独立性时，它看起来似乎对吸纳一个金融市场专家的加盟很感兴趣。

了解中央银行是进行全球宏观交易最重要的一部分，因为利率政策会振荡世界经济，并且影响绝大多数金融市场。因此，对冲基金经理是一个我需要时间研究的人。因为他花时间参与到主要中央银行的政策制定，而这正是全球宏观交易员需要认真揣摩的。

1999年，英国财政大臣戈登·布朗推选瓦德瓦尼代替阿兰·巴德，担任英格兰银行九人政策制定委员会的委员，成为其中的四个外部成员之一。在效力于英格兰银行之前，瓦德瓦尼为对冲基金传奇人物保罗·都德·琼斯从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事自营买卖交易。在那之前，他还作为股票策略主管，在高盛公司的伦敦办公室工作。

瓦德瓦尼邀请我去他位于伦敦街的新办公室，在办公室里你可以俯视到圣保罗大教堂，还可以看到一石之遥的英格兰银行。他传统老式的绅士般的礼貌与深思熟虑，更容易让我想到他在伦敦经济学院的教室里或者英格兰银行的会议室，而不是想到在高盛或都德公司的交易大厅。的确，他温和的说话方式贯穿于我们整个谈论过程之中，这所揭示出来的形象与一个知名交易员的形象完全搭不上边。在一个似乎因快节奏的生活方式所导致的灯红酒绿的世界里，瓦德瓦尼与众不同，他更喜欢周末看板球比赛或者陪伴家人。作为一个公认的实用主义者，他把经济学当成理解世界怎样运转的方式，把该领域当成积极影响社会行为的工具。他不高估自己的影响或者价值，并且直率坦承地说，尽管纪律和方法的严密性在成功中扮演了至关重要的作用，但是运气也是获得成功一个重要的部分。

然而，他是全球宏观领域的一个巨人。从一位高级学者变成一个交易员，然后又成为中央银行官员，接着又成为交易员。他在投资银行内部以及对冲基金界都从业过，而现在他掌管着自己的基金。瓦德瓦尼也许是一个温和的巨人，但是毋庸置疑，他确实是一个巨人。

你曾经说过，“生活由99%的运气和1%的其他东西所构成。”你还这样认为吗？

对。当我观察世界——看着自己的经历，看着我所认识的大部分人的结局时，我得出的不可改变的结论就是——运气在人生中扮演了一个非常重要的角色。

比如，当我还在伦敦经济学院学习时，我很幸运地遇到了一位帮助我成为一名研究者的教授。经济学院从前每年都要去温莎，而我碰巧在客车上坐在教授的旁边。在汽车旅途接近结束时，他要我过去，并谈论起要给我提供一份研究助理的差事。他个人对我非常感兴趣，在我人生的每一阶段他都鼓励我。

在职业生涯中，运气一直伴随我。我加入高盛公司，是因为通过上述那位教授的引见，我见到了首席经济学家——加文·戴维斯（Gavyn Davies）。他邀请我做学术咨询顾问，然后帮我在高盛公司谋了一份差事。后来，我又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过高盛公司认识了保罗·都德·琼斯。

因此似乎看起来，我的生命由一系列快乐事件所构成。

你的学术背景是有助于你的市场活动还是产生了阻碍作用?

我先谈阻碍作用。在我进入市场很久以前我就知道许多传统金融理论在市场中不起作用，但是我却花了很长时间才意识到，市场对一条宏观信息未必会做出最理智的反应。在市场中，更为重要的是定位和情绪。

一个真正让我牢记于心的例子，是英国的与股利相关的税率改革，我当时预测那意味着股票价格将会出现很明显的下降。我相应地做出定位，但是当它宣布时，股票价格却极快地上涨，这大大出乎我的意料。3个月后，人们最终消化了税率改变带来的结果，股票价格也终于降了下来。现在，研究报告把那个特别的税率变化归罪于FTSE指数的业绩不佳，尽管已经离现在好多年了，但是相信我，我在那个交易中栽了跟头。

类似的经历告诉我，不管宏观信息对市场价格最终有什么样的效应，我不应该忽视任何可能影响市场价格的其他因素。

因此从那种意义上说，学术背景，至少在早期是个抑制因素，因为我倾向于仅仅考虑应该发生什么，而这有时与事实会截然不同。

我所拥有的学术背景，毫无疑问有助于我确认影响市场价格的某些力量，而且还可以帮助我建立定量模型。最后，我根据综合判断再斟酌决定我绝大多数的交易观点，因此如果一部分模型对我有利，那么我会增加对某笔交易的信心。同时，我的基金中大约30%的资金完全依靠模型管理。

我第一次利用模型进行交易纯粹出于学术好奇心，这发生在1986年，那时我还是高盛公司的学术顾问。如今，很明显模型已经得到了改进，完全不同于那时的模型。因此，学术背景当然对我帮助多多。

还有哪些学者对你的思想产生较大的影响? 是以什么方式?

凯恩斯，毫无疑问。我反复阅读凯恩斯著作的次数如此之多，以至于我都数不清了。每次我重新认识凯恩斯，我都会学到我以前阅读时所未体会到的东西。

甚至阅读一些他的非常简单的东西——例如他在伦敦所作的关于金融市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的年度讲话的文字记录——都会令人神魂颠倒而觉得奥妙无穷。他有效地管理着今天我们所谓的“全球宏观对冲基金”，但他把它称为辛迪加、交易货币、债券、股票和商品。

他生命中有一段时间，负责管理国王学院的捐助基金，管理辛迪加。他还是一个保险公司的董事长，他同时管理该保险公司的投资组合。这三个投资池拥有不同的目标和时间期限，因此他拟定不同的投资政策以使其符合特定的投资池。与此同时，他还撰写学术文章，说服政策制定者。

他的见解，是如此深刻而通俗易懂。他用“选美比赛”来解释价格行为。当我还是学生时，我发现尽力理解市场价格的行为比传统金融教科书所教的任何东西更有用。

选美理论

金融学中的“选美理论”的概念，来自于约翰·梅纳德·凯恩斯在其著作《就业、利息和货币通论》中描述股票市场参与者行为的一篇文章。凯恩斯把股票挑选艺术，比成是如何正确预测当时许多英国报纸主办的选美比赛的最终赢家。报纸会刊出大约100位女性的照片，然后要读者选出5位可能会符合其他读者一致认为的人选。凯恩斯写到：“这里的挑选并不是根据个人判断力来选出最漂亮的人，甚至也不是根据真正的平均的判断力来选出最漂亮的人，而是运用智力来推测一般人所推测的一般人的意见为何。在这里，我们已经达到了第三个推测的层次。我相信，有人还会进行第四个、第五个和更多的层次。”用他的话说，就是选择一个成功的投资变成了一个预测其他投资者会选择哪种投资的心里游戏。凯恩斯相信，投资和市场价格，最终将由投资者的“动物本能”的羊群效应所决定。

谈到凯恩斯让我想到，不管市场改变了多少，资金管理最基本的原则还是没有变。

对。故事变了，技术已经变了，我认为事情聚集的程度也可能发生了改变。然而持续不变的特征是，要与市场周旋，你总是得思考市场能保持非理性多久、泡沫能维持多久，以及相同的投资者偏见对市场价格的影响程度有多大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于金融市场实践者缺乏学术严密性你感到惊奇吗?

当我刚开始离开学术圈踏入市场时，我对许多的市场实践行为存有疑虑。如果某人在我面前摆出高人一等的姿态而心中又设定了目标价格，那么我会挤出勉强的微笑，心想：“他们将来会吃苦头而受教训的。”我很快意识到我的态度完全不对。市场让我自惭形秽。

我必须承认纯粹技术交易员的能干，纯粹技术交易系统的作用已经给我留下了深刻的印象。我同时也被这些利润的持久性给打动。

从某种程度上说，学术界已经随市场起舞。当我还是学生时，差不多所有的老师都告诉我技术分析都是废物。现在，你可以阅读到一些检验技术交易规则的学术文章，结果显示平均来说运用技术分析进行交易是赚钱的。

看到有如此多的人使用技术分析，我有必要了解这种方式，因为模型以及在某种水平上的个人买卖在市场中是存在的。因此，真实答案是，我确实在观察这些东西，因为任何市场实践者都应该这样做。

你注意到学术界与市场之间还存在哪些差异吗?

在学术界，如果你恰当地做好你的工作，你就有潜在可能为社会做更大的贡献。首先，你在培养下一代，而这是一件有意义的事。其次，你会产生可能对后来事件有重大影响的点子。我确实见过一些我以前的同事在25年以前发表的文章。文章中的观点已经对整个社会福利产生了巨大影响。

你认为你在英格兰银行所起的作用是否也产生了类似的社会效益?

那样说会显得自大，但是能够有机会参与到当时英国所从事的试验进程的一部分中去，当然是件好事。相对来说，该进程是较新颖的和非常重要的信用建立试验。

有人把英国现在的繁荣，归因于当年的试验和英格兰银行的独立性。那是一种社会利益。

毫无疑问那是项重要的改革。我本来没有参加，但是如果我们没有进行20世纪80年代劳动力市场的改革，那么这项改革将会困难得多。当时的经济环境较为温和，因为失业率下降了，通货膨胀率也下降了，而这使得央行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设置利率更加容易。这样，央行受到外界批评的压力会较小。

我不想对此轻描淡写，因为它已经产生了重要的作用。它使得通货膨胀预期正好下降到目标水平，而这会带来许多福利效应。以前每当油价上升就会存在风险，需要采取紧缩政策确保通货膨胀不会失去控制。而如今，自从英格兰银行独立以来，我们已经经历了两次巨大的石油危机，但没有一次需要采取紧缩政策，因为工资和价格都根据温和的通货膨胀预期给很好地固定下来了。这是个不凡的结果。

通货膨胀波动性的下降还带来了其他好处，比如商业投资更多，不会因预期之外的通货膨胀而产生不公平的资源再分配的状况。同时，财政部也不再那么太关心宏观管理和宏观稳定，因此他们的注意力得以更多地集中在其他政策制定上以帮助维持英国的长期增长。

中央银行官员是否变得更擅长管理从而降低了市场波动性?

在一些国家的确如此。

我首先来谈谈英国。以前在选举期间鉴于短期政治考量，政府希望把利率提高到某一水平是件困难的事。那意味着失衡不可避免，然后导致宏观不稳定，尽管这将为从事基金投资的人创造机会。

我并不是说现在不存在经济失衡，我们已经使失衡更严重。但是允许建立失衡，是因为政策是条件反射性的、不够先发制人，这意味着在繁荣之后必定带来萧条。它会使得产出、通货膨胀以及利率过度波动，同时也会带来市场参与者可以发掘利用的良好的趋势性波动。

现在的情形是我们不存在影响利率周期的政治商业周期，这意味着政策可以更加先发制人，因此与以前相比利率的上下波动更少。这种形势下，全球宏观对冲基金所能利用的长久趋势也更少了。在英国是这样，在许多其他国家包括加拿大，澳大利亚和新西兰更是如此。

美国的情形稍微有些不同，因为美国中央银行在独立于政治周期制定利率政策这一点已经稍微领先了。德国和瑞士同样如此，因为它们都已经做得非常好了。在欧洲，西班牙、意大利以及其他国家都通过欧洲货币联盟也加入了该行列。其他国家还包括一些欠发达国家，都已经在迎头赶上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从历史上来将讲，中央银行已经被市场看成阿尔法（Alpha）的一种来源。你认为现在的中央银行导致了更少的阿尔法吗？

如果其他条件不变，你说的对。

那么当你成为一个对该进程做出过贡献的中央银行官员之后，为何在机会更少时选择建立一家全球宏观对冲基金呢？

因为其他条件也发生了变化。现代的中央银行当然已经在某种程度上降低了经济的一些不稳定性。然而，因为所谓的“新式”中央银行主要集中关注消费者价格的通货膨胀，不再那样关注资产价格的通货膨胀，结果是一些地方产生了严重的失衡现象。现在存在着许多不同于以前所发生的失衡现象，因此它不像旧式的那样，在人为的繁荣后面紧随着的是萧条。我们现在面对的情形是资产价格严重扭曲，有朝一日，它终将酿成恶果；而当它确实发生时，将会存在绝佳的机遇。

一个非常明显的失衡现象是美国现金账户的赤字使得美元估值过高，而这也正是我们这行当中绝大多数人2004年赚钱的来源所在。其他的失衡现象也无处不在，澳大利亚、新西兰和英国的房地产市场，这些扭曲未来会得到纠正或现在正被纠正，但是要知道泡沫何时破灭总是一件很困难的事情。泡沫导致了宏观经济遭受破坏的同时，也会给全球宏观基金带来机遇。

我最近和一位对冲基金经理讨论了这个现象，我们一起得出一个术语“完美悖论”，其含义是：当中央银行已经表现得很完美时，令人匪夷所思的是，完美却造成了过度的风险承担，产生了其他问题和无所不在的失衡现象。

确实如此。这是一个很形象的概括方式，最近中央银行界所担心的正是这些问题。当你创造出一个低通货膨胀、产出增长、市场低波动，以及伴随稳定或者上升的就业率的经济环境时，如果你对资产价格扭曲这些问题置之不理，那么你就是在累积麻烦。

他们可能会摆脱困难。艾伦·格林斯潘明显地认为，他已经通过对泡沫破灭采取先发制人的反应而实现了软着陆。但是美国经济是否已经摆脱困境，大家仍持有不乐观的看法，而且看看这些无处不在的失衡现象，你不得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不陷入沉思。虽然我对于资产价格扭曲的担心，完全有可能是杞人忧天，但至少不能排除这种危险的可能性。

事实是，全球宏观对冲基金在任何情况下都面临机遇。而从某方面来讲，我们在全世界范围内所面临的失衡现象，能够为我们在将来赚钱提供更大的机遇。

关于资产价格，格林斯潘或英格兰银行应该采取什么措施？

确定资产价格目标或者过度注重通货膨胀的数字都是错误的，此时，我认为他们本应该在制定货币政策过程中更真实地考虑资产价格扭曲的现象。

当英国的住宅价格趋于泡沫化时，本应该做的事情是向英国公众宣布：你不仅仅是根据两年后的通货膨胀的预期而设定利率水平，相反，你进行了更长远的思考。毕竟政府已经给了你在任何时刻进攻通货膨胀的授权，而不仅仅是两年。你知道如果你允许泡沫产生，那么你实际上就是在为将来制造不稳定性。

从原则上看，为了预防不稳定性，利率水平本应该设置得更高，应该比两年内的通货膨胀达到目标更高的水平上。对公众的辩护本应该是，“好的，我们现在设置的利率已经在以两年期限制定政策的基础上进行了超调，但那是因为我们更关注随着时间流逝更长期限内的稳定性。”

如果我们那时已经做了这些，那么会对住宅市场预期造成重要的影响，从而会有助于抑制地产泡沫。在任何泡沫中，塑造预期的形成都至关重要。格林斯潘主席本应该在他1996年12月发表的《非理性繁荣》的讲话之后，对股票市场采取更多的措施，可是他没有。

格林斯潘总认为当泡沫破灭后采取措施对付泡沫，比在预先抑制泡沫更有效。而我的观点恰恰相反，因为你可能会事先发现泡沫的出现。现在，我因得到美联储文字记录之便，从而得知甚至早在1995年的年末，他们就已经开始担心股票市场泡沫的出现。因此1996年和1997年出现的困境并不是因为他们没有发现泡沫，他们发现了而只是出于谨慎而没有采取行动。

你作为一个中央银行官员的经历，你获得了哪些在都德公司和高盛公司所没有得到的东西？

绝大部分是从事这份工作所带来的个人乐趣。作为一个学生和经济学家，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你只是站在外围谈论政策制定者做X、Y和Z，但如果能够有机会切身对政策的制定发挥某种影响力，那感觉实在是好极了。

关于其他方面，我希望自己对中央银行家如何思考以及如何对信息做出反应有更好的理解。有时，市场很兴奋，随着一些支离破碎的个体信息而波动。在中央银行工作，你就知道零碎的个体信息发挥的作用往往比市场所认为的要更小，尤其是那些引起市场反应的似是而非的小道消息，更是没什么用。中央银行趋向于采用平滑后的数据作为决策依据，因为这个月很微弱的某类数据往往下个月会非常强大。趋势就是把你在月度水平上所接收的信息，作为一个整体来看。

在制定政策过程中，市场价格和市场波动的信息使用了多少？

我们都会观察市场和市场行为，但是最终，我们只根据我们所认为的市场怎样才是对的来制定政策，而不是根据市场正好忽视的东西。有时，一位同事会说：“我们这个月不应提高利率，因为它没有被市场所忽视。我们为什么不发布一个‘鹰派’信号的会议纪要而等到下月才加息呢？”

流行的主流观点通常都反对那种观点。我们总是认为我们应该做英国经济现在所需要的事——为什么还要再等一个月？如果他们感到惊奇，很好。他们将会获得一个教训，而教训就是他们应该密切关注数据。

自从我离任后，我确实发现了引导市场的更大趋势。那是美国一直都在做的事，而在英国则是最近才逐渐开始这样做。在面临通货紧缩风险时，引导市场和管理那些市场所忽视的东西就更加重要了。如果我们面临通货紧缩的严重威胁，那么沟通和信用将是至关重要的。

你认为通货紧缩还是个大风险吗？或者你认为我们已经摆脱通货紧缩困境吗？

如果说我们已经摆脱通货紧缩困境会显得自满。人们必须不能忽视这样的事实，即在绝大多数国家通货膨胀率始终还是极低的，我们离通货紧缩风险只差一次巨大的冲击，我们都知道巨大的冲击发生的后果。同时，通货膨胀与通货紧缩两极之间的摇摆幅度可能很宽，只要到达通货膨胀的零线，就会为全球宏观对冲基金交易员创造另一个新机遇。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

哪个中央银行官员给你留下的印象最深刻?

噢，想来想去，还是格林斯潘主席，虽然我根本不认同他在资产价格问题上的所作所为。

他对经济的感觉和事情的发展趋势几乎不太一致。他在制定政策时采取常识性的、灵活应变的态度，而且不会因循守旧，更不会教条化。他非常注重实效，而且能够出其不意，这恰恰是关键所在。

在你职业生涯中哪位全球宏观对冲基金交易员给你印象最深?

我能不能讲两个人？如果可以。那么，首先我从保罗·都德·琼斯身上学会了很多东西。他对市场历史的渊博知识以及在提早发现合适的相似物的能力方面，无人能出其右。另外一个是都德公司的一个叫做马克·赫芬南的人，他当之无愧是我所见过的最富有洞察力和远见的交易员。他通常能够在趋势成型之前发现它，就像他有第六感一样。我总是把他比成绝大多数价格建立时的首要指标。毫无疑问他很爱看书，而且对大风险控制有很强的自我约束力。保罗和马克真是我在圈内见过的最优秀的人。

在你和保罗·都德·琼斯一起工作的日子里，你从中吸取了哪些经验教训?

我从他身上吸取的其中一个经验是，良好的防御是第一位的。这是能训练你的工具。从保罗身上学到的另外一个经验是思维灵敏性。不管你有多么相信某事或者认为事情是多么的条理清晰，你都需要做以下两点：第一，情愿承认自己也许错了；第二，即使从中期来看你可能没有错，但是你能够忍痛平仓。

这特别适用于赢利性交易。假设你已经赚了很多钱，但并未完全达到你的目标，而发生的某事又使得你认为不可能达到目标。与其使其回到你的止损点而丧失你所拥有利润，还不如灵活地平仓。

外界盛传着几个有关保罗灵活性的有名故事，而我则亲身见证了好几次。你可能在早上同保罗谈话时他还持有多头。第二天，市场可能下滑，你可能会担心他已经亏损了。但是当你再次和他谈话时，你可能会发现他已经改变了主意，已经从多头变为空头。他非常灵活多变。在这行中，一个人不因循守旧以及不固执己见显得非常重要。

同时，学术知识也趋向于被用到交易中去。现在，我还是利用中期视角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行交易，否则我对自己的交易将会没有信心，但是我已经学会了随机应变地暂时放弃中期视角，选择平仓。当必要时再等待一个更佳的进入市场的机会。这就是我在得到保罗的帮助下，学会了怎样把自己的学术经验与市场经验灵活而贯通地融合的方法。

格林斯潘同保罗·都德·琼斯一样灵活吗？是什么促使他成为一名优秀的对冲基金经理？

格林斯潘对任何人智胜市场的能力表示怀疑。他拥有成为杰出基金经理所需的全部的智力资源和灵活性，但是一个人必须同时具备自信的特征。他对任何能智胜市场的人持有明显的怀疑主义，这将可能是个大赌注。如果你不相信自己正在做的，那么持有大头寸时就会坐立不安。

当招聘人员时，在全球宏观对冲基金领域存在着你所寻找的标志着成功的特定技能或特定品质吗？

我会看这个人是否具有良好的风险控制力，这对于我来说是第一位的。我所寻找的第二样东西是他们技能所集的某些优势。第三样东西是他们是否很好相处。个性太鲜明，棱角太刺人的人，在这里是呆不长久的。

是什么促使你熬夜管理自己的资金？这与你作政策制定者或都德公司的交易员时熬夜的驱动力是一样的吗？

作为一个政策制定者，你所担心的是下一个决策以及自己是否在犯错误。虽然你提醒你自己说25个基点最终不可能有如此大的作用，但它可能会潜在地影响数百万人。

而管理基金压力完全不同。你的客户很信任你，而你感觉你应该为基金中他们的资金以及自己的资金负责。你担心事情会出乱子，因为外部事件确实发生了，而且它们可能会破坏你精心制定的策略。

不过能够管理基金是种荣幸，因为它给了我独立性，给我机会允许我以一种公平的或不公平的方式建仓，我称之为合适的方式。因此，被客户授予这种机会是巨大的殊荣，我已确信随时间的流逝我们仍然会得到这种荣幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你度假吗？

不算多。甚至当度假时，也一直时刻关注市场。在复活节或圣诞节度假会更容易，因为平均来说，此时市场的坏消息会较少。除此之外，度假会很困难——你会始终担心与市场失去某种形式的联系。全球宏观对冲基金市场始终处在运动中。

你怎样定义全球宏观型策略？

全球宏观投资策略，已经演变成基金经理意味着被授权做任何他认为应该做的交易。

我创立我的基金时，我把投资风格定位为“全球宏观的窄端策略管理”，这表示我的基金将对股票指数、利率和汇率作传统宏观定向型的押注。目的是在多种投资策略上作机动变化，因为事实上任何投资品种都有一个宏观维度的影响因素。没有任何理由不在一个大的保护框架下来布局你的所有投资策略，特别是你已经从市场上的许多人那里学会了如此多的这方面的知识。

当我在都德公司时，我从那些做股票多头或空头的交易员身上所学甚多，因为他们通常在个别经济中的趋势。在远未渗透到宏观数据之前，就已经被识别出了。类似的，从事固定收益相对价值交易的老兄能帮助我们找出收益曲线上反映宏观利率的最佳位置，这也是十分有价值——对于我们进行最佳的宏观交易，作用非常大。因此我举双手赞成多策略。

你能进一步解释一下你的传统宏观交易风格吗？

我把我的投资组合分成两部分。一部分是策略性的短期性的投资组合；另外一部分是长期的核心投资组合，我通常会长时间持有该头寸。

在很长时间内我会持有许多更小规模的、期望不同的赌注，目的是在这过程中赚点小钱。然后，当大事件发生时，我会在原来的交易中补充进大赌注，从而希望该月赚取更多的钱。通常，我会在投资组合中包括进去20～30个不同的小规模赌注。很明显它们相互之间存在某种关系，但是我却尽力使它们之间有区别。

当你建构头寸时会使用复杂的风险管理和分配系统吗？

我会使用一堆复杂系统加上简单的计算，比如，是否我的每一个头寸都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到了止损点，是否所有的头寸明天到期时会一文不值？我会亏损多少？我是否对该数目满意？如果我不满意，我必须重新审视风险。

关于风险管理，我发现通常富有经验的交易员的简单观察，远比你从学术界所得到的最为复杂的技术模型的分析更有价值。从学术界所得到的最复杂的技术模型分析，会使你在正需要它们的时候跌倒。

存在着某些你所寻求的标志着是时候下大赌注的变量吗？

首先，必须存在大的定价扭曲。然后，我会等待某些催化剂对这些定价扭曲即将得到纠正的确认。催化剂可以是技术，可以是新闻，也可以是资金流向。总之是一些可以使我确信已经被我确认的交易并即将会启动的东西。

你从哪里获取确认定价扭曲的信息？

各种来源。我们公司拥有一个规模适度的研究部门，我很大程度上依靠他们。我当然会阅读华尔街研究报告。它上面有许多很好的观点，而且你可以知道舆论在想什么。我同其他基金经理交谈，和其他非华尔街顾问交流。我同样会和一些从细节着手的分析家交谈，他们可能会关注某些国家或某些产业。有时我会和政策制定者交谈，或者以前的政策制定者。总之，从一大堆人那里获得这种信息。

当你得到催化剂后，你用几种工具进行押注，还是选择其中一种你认为最优的手段进行投资？

尽力挑选出你认为效果将会最好的工具总是一件更好的事。因此，我会努力集中我全部火力于报酬/风险比例最吸引人的投资工具上。

你记得报酬/风险比例最好的一次交易吗？

我的确记得——事实上那是运气。

在1997年11月，在33个经济学家中有33个都建议英国不要改变利率，正如预期一样，英镑迭期空头的定价建立在利率不变的基础上。英格兰银行在此之前一直在采取加息政策，但是在9月，他们发表声明说他们未来将停止加息。因此就世界所关注的问题而言，这些人中止了加息。这是迭期[⊖]如

⊖ 实际上是2个卖权和1个卖权的组合。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何定价的依据，它和薄饼一样地平。事实上，在那之后，每一项经济指标都很强劲。但是英镑迭期空头的价格还是没有变化，因为他们已经告诉我们说他们停止了加息。

我依然记得在宣布的前两天，我认为货币政策委员会会议不会有关于定价的事，因此我事实上可以卖掉前一个合同（在12月）。那样的话，如果我错了——他们没有采取任何措施，我会损失1.5个基点；而如果我对了，我可以赚取23.5个基点。

因此，我决定做一个小押注。结果他们加息了25个基点，我想我那天赚了5%。对于我来说是个好日子——一个非常好的日子。我再也没有碰到这样的好事，再也没有碰到这种报酬/风险比例。

当你后来加入英格兰银行你把该故事将给你同事听吗?

没有。天啊，不可能。那将会难以置信地糟糕。

你最糟糕的交易是哪件?

是1998年的美元/日元交易，事实上那是我羞于启齿的事，但是我确实被美元/日元的汇价将会达到180的谣传和华尔街的研究诱惑了。

中国开始抱怨，因为他们没有改变汇率，因此与该区域内的竞争对手相比他们正失去优势。今天看来，具有讽刺意味的是，事实上部分是因为他们处于美国压力之下才保持汇率不变的。美国担心会出现下一轮亚洲货币贬值危机，而如果发生这种事情，那将十分可怕。

我记得一两个朋友对我说，他们认为因为中国的抱怨美国会出手干预，但是可怕的是我并未对此足够重视。接着在1998年6月中旬，美国联邦储备委员会联手日本银行出手干预。我记得该事件发生在下午，美元/日元的汇价像石头一样下落，该天收市时，下降了8个点（参见图8-1)。

那是很痛苦的经历，但是许多人都持有美元/日元多头而使情况雪上加霜，因为你遭受了那些本来不应该相关但却因为头寸的崩溃而变得相关的抛售。

就盈亏而言，这是个极其狼狈不堪的一天，但是我最大的遗憾在于我没有遵守正确的风险管理的所有规则。首先，根据定价模型，我知道美元/日元的汇价已经超出正常范围，然而因为被流言所诱惑，我对定价模型置之不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理。第二个错误是，我没有重视政治语言。当某物直线似的上升或下降，而你又遇到政治抵抗时，你最好提高警惕而重视它。

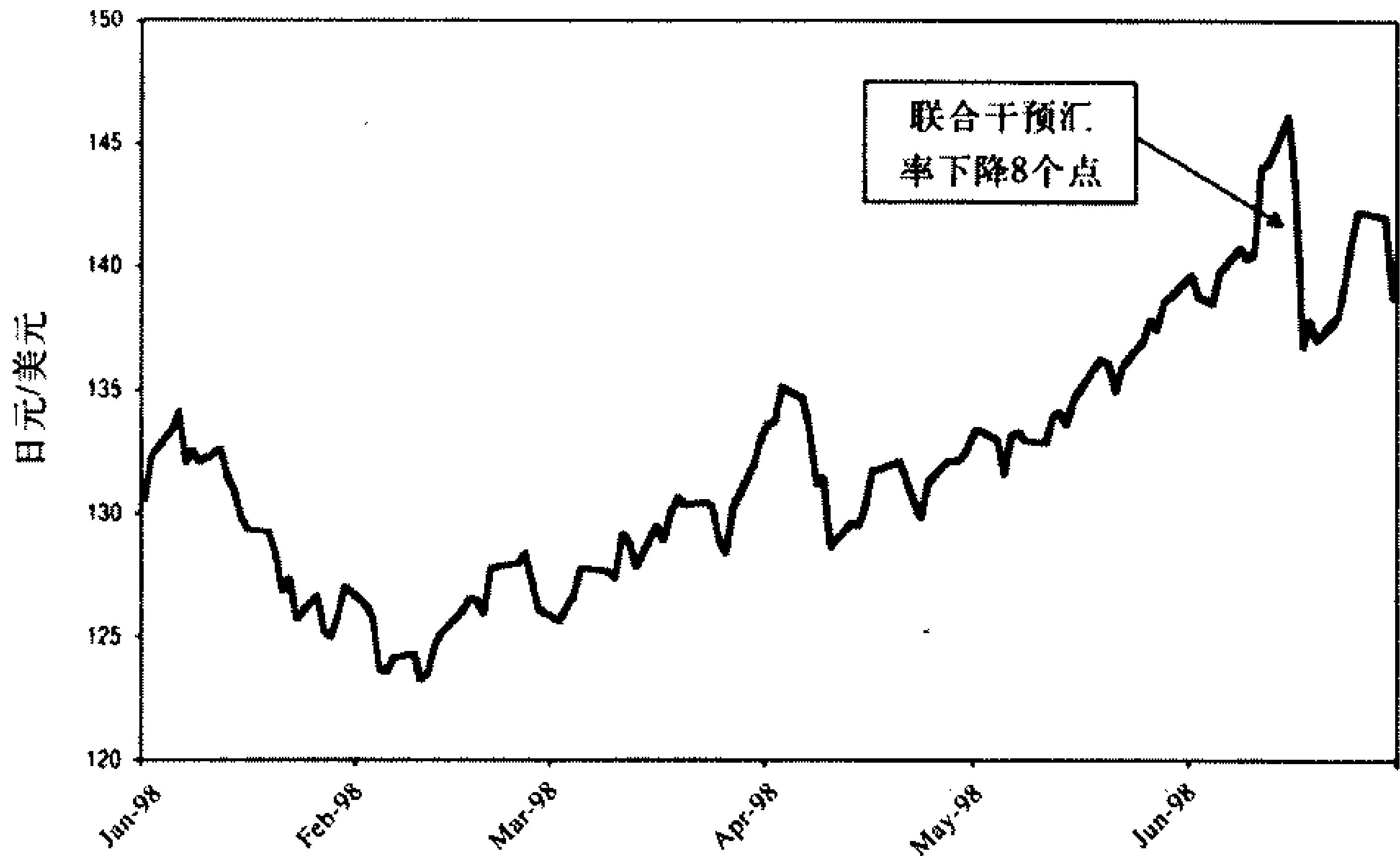


图8-1 美元/日元，1998

资料来源：Bloomberg.

从该事件后，你是否秉着怀疑态度阅读华尔街研究？

是的，确实这样，但是阅读它还是很重要，因为你可以知道舆论是怎样的以及人们在想什么。但是涉及到交易，你还是要自己做研究，自己做决策。

你为什么违反风险管理规则？出于贪欲吗？

是的，正是出于贪欲。最诚实的答案是当交易相当好时，你会变得有点自满，而这正是你不应该的。昨日的盈亏终究是昨天的盈亏，已经成为历史。

当出现干预时，差距变小了，你当时退出市场了吗？

是的，没有理由不退出。我拥有自己的止损点，当达到止损点时，我尽我所能第一时间退出市场。当止损点被突破时，你不要问任何问题，你要做的就是退出市场。

你曾经忽视过止损措施吗？或者在退出市场之后又重新建仓？

我从未忽视过止损措施。理由是，如果你达到止损点时，你应该马上止

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损，否则就没有机会了。现在你问到一个最为微妙的问题，即是否重新建仓，这很让人纳闷，何必搞得那么麻烦呢？在被允许做那之前，我通常会休息24个小时。

休息的原因是我希望自己远离市场，不再持有头寸。我希望静心思考所有的观点，从而观察这是否是能够被证明是进行交易的好机遇。试图以雪前耻并弥补损失而重新回到一个交易是一个糟糕的主意。

那么，好主意是现在的好交易有更好的价格。

是的，但是需要前提。因此你必须自信，即你知道市场所没有发现的事情。为了平衡，我通常会建构用即期和期权交易混合而成的组合交易。即期交易头寸我会设置止损措施，如果我错了，我会感到不可思议地荣幸。如果期权变得几乎一钱不值，我会一直持有它，因为如果从中期来看是对的，那么我们还是会赚回来。

你在1991年写了一篇论文批评金融市场的非有效性和“短视”，你现在还这样认为吗？

许多市场的非有效性还始终存在。很明显，一些特定的异常现象可能因套利活动而已经消失。因此，像一月效应（January effects）和小盘效应（Small cap effects）这种简单的东西的作用，市场有可能会变得没有以前那样强大。现在你运用大众策略，比如，相对固定收益的相对价值策略或可转换债券市场，有可能你没有以前赚得多，但是似乎始终存在异常现象，而且有可能已经产生了新的种类。

从根本上来说，其中有一些非有效性还是以前那些没有发生变化的事物的产物，比如市场缺乏长期投资。我们所有人只集中关注市场相当短期限的收益状况，而没有耐心去持有到期；否则，世界上你现在所见的一些异常现象将不会存在。因此短视现象还很普遍，而这导致一些异常现象的持续和新异常现象的出现。

认为市场有效的人说，如果过道上有100块钱，总会有人捡起。而我的观点是有时候确实会被捡起，但是有时候新的一百块钱会重新出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球宏观对冲基金市场是零和游戏吗？

绝大部分市场是零和游戏市场，因为有人处于交易的对立方。在股票市场中，实际上存在财富的创造。几乎绝大部分市场因财富缺省而接近于零和游戏，但那正是你要努力去击败的人——处于交易中的对立方。

在抵抗交易对手的过程中，对冲基金拥有优势吗？

是的。举一个简单的例子，对于一条信息，对冲基金经理会比更大的机构做出更快速的反应。更大的机构会经过委员会会议、开立头寸报告以及经过所有的各种程序，最后——几星期后——才做出反应。机灵的对冲基金与中央银行相比无可争议地拥有优势，因为中央银行反应也同样迟钝，而且是非赢利机构。

你寻找哪种类型的非有效性和异常现象——结构型，制度型，还是法律型？

所有上面的类型我都寻找，尤其是行为异常现象，比如说缺乏长期期限的交易者。

让我们讨论一下这种类型的情况。你理想的情况，可能是锁定5年投资者，或者只是管理自己的资金？

两种情形都有帮助。但是前者很难碰到。后者的话，我所敬重的好多人都这样做。他们认为这是随着时间流逝唯一可能赚钱的方式，因为那样你可以真正地以长期观点持有头寸。如果你正确，这是赚取可观收入的真实途径。

如果真可以的话，那是赚钱的好路子。

噢，是的，那绝对是。我见过有人因此而赚暴了的。

有个经典玩笑：长期交易员与短期交易员有什么区别？长期交易员是闷声发大财。

对，确定无疑。从另一方面来说，我确实听说过有人走那条路而且做得异常得好。有多少人因此而发了财，很难有公开的统计数字，但如果能统计的话，会让你吓一跳的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从长期来看，你怎么看待世界？

对全球宏观对冲基金界的人来说，关键问题是，美国的失衡将会怎样？世界将怎样调整以适应中国？在某种程度上，世界怎样适应印度？日本能重现自给增长和避免通货紧缩吗？

我当然希望美国会应付渡过此关，但是失衡是如此严重，因此似乎更可能的是前景黯淡。

关于世界将怎样调整以适应中国，我认为经济适应会比一些可能的政治议题更容易适应。随着中国越来越强大，各种潜在的爆发点和许多潜在冲突都会出现，尤其是当中国变得越来越自主时，而我认为他们会这样。

关于日本，事情已经明显得到改善，但是他们累积了太多的问题。或许，日本将来会拥有一些通货膨胀，而这可能是他们摆脱困境的唯一一条出路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

网　络　人

彼得·席尔
PayPal公司前CEO及联合创建人，Clarium资本公司

彼得·席尔是全球宏观领域的一个谜。尽管不少基金经理人因成功及其守口如瓶而闻名，但是席尔在谈到有关他的企业——Clarium资本公司（一家位于旧金山的全球宏观对冲基金）的事情时，却非同寻常地坦承相待。自从公司在2002年10月创立以来，它给初始投资者带来了3倍多的利润，并且现在旗下管理的资金已经超过了10亿美元。Clarium资本公司在2003年和2005年业绩非凡，每年的净收益都超过了50%。

在其他方面，席尔也与其他绝大多数全球宏观对冲基金经理与众不同。其他人在创立自己的基金之前，往往在投资银行或基金公司施展才能，但是席尔却截然不同。他在1998年——全球近期发生的最大的一次金融泡沫时，创立了一家网络公司——PayPal公司，并在网络泡沫破裂后不久的2002年2月在纳斯达克上市，募集到了10亿美元的资本市值。然后，他在6个月后以15亿美元卖给了eBay。当被问及此事时，席尔把自己的全球宏观视野和作为前技术企业家取得的成功联系在一起。结果，自从创立Clarium资本公司以来，他许多的交易主题都集中在泡沫破裂所挥之不去的余波中。他的绝大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数主题现在都被证明是正确的，比如持有债券多头、做空美元、持有能源的多头，只有他的持有股票空头的预测观点到现在还没有开花结果。

席尔兴趣广泛，是一个思想深刻的思想家。他获得了斯坦福大学的哲学和法学学位，从事过律师行业，在瑞士信贷银行金融产品部交易过衍生产品。在创立PayPal公司之前，他管理自己的风险投资基金。同时，他也被誉为国际象棋大师，并且是加利福尼亚州前数学竞赛冠军。除了管理Clarium资本公司之外，在民主党内他积极活跃，经常在自己的家里邀请名流举办沙龙聚会，比如米尔顿·弗里德曼。更令人惊奇的是，他只有30多岁。

但是成功往往招致嫉妒，不少人质疑席尔不断地维持获取超额收益的能力，质疑他的成功是运气还是果真优秀。然而，关于他的成功究竟是归功于他的运气还是他的才华的口头争论，可能是毫无意义的。自从他创建他的基金以来，他就这样特别地善于观察、阐释并表述这样一个高屋建瓴的看法——在后泡沫时代，通货紧缩的冲击已经渗入到了整个经济与金融体系中。事实上，在泡沫产生与破灭的过程中，席尔都赚到了不少钱。

席尔的办公室位于旧金山市商业区的加利福尼亚大街，我去拜访时，看见办公室里聚满了被我叫做席尔左膀右臂的人——一些年轻、智慧非凡且忠诚勤奋的同事。他们当中许多人学业的智能测验的分数高达1 600分，许多人是他们高中班级的致告别词的毕业生代表。这些睿智的人，斩千军过万马进入斯坦福大学，接着进入硅谷工作，而现在效力于一个迅速成长为著名对冲基金的基金公司。来自PayPal公司的不少雇员，席尔已经使他们也成为富豪，他们有什么理由会不忠诚呢？

当席尔说话时，他的自信心就已经流露出来了，但是当说到放弃收取基金中所有投资者的固定管理费时，他对自己能力更明显的自信暴露无余。他解释说，毕竟，即使他没有吸收外部的资金，他还是有必要管理自己的资金。然而，他希望因自己的成功而得到回报，他收取所有利润的25%，而行业的惯用标准是20%。

在泡沫破裂后，市场未来的道路继续呈现出崎岖不平。这包括失衡现象的建立、房地产泡沫的产生以及股票市场变的日益不堪一击。当面临摇摇欲坠的经济以及利率的不断增加的时候，席尔也许还可以依然披荆斩棘地踏步前进。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们先谈一下你丰富多彩的背景，你是怎样踏进全球宏观对冲基金业的？

我的道路曲折离奇。我刚开始时学习哲学，然后改学法律，在1996年进入全球对冲基金业之前，我从事衍生品交易。当我创立我的第一个对冲基金时，我就知道全球宏观交易适合我。全球宏观策略以前是、现在还是最有前途的投资方式，同时也是我大展身手的地方。

当我1996年踏入全球宏观对冲基金业时，索罗斯时代的传奇光环已经开始消退，但是我被劝服并相信全球对冲基金业还是一个投资的好领域。全球宏观投资策略拥有广泛的授权范围——全球宏观对冲基金经理可以从任何存在价值的地方赚钱。他们不被一些狭隘的指示所束缚，比如可转换套利的限制或者类似的指令；否则，在那样的情况下，经理们就成了程式化的盲人。

全球宏观策略要求经理们广泛地思考世界，而这正为我的丰富经历开辟了用武之地。我的道路并不平坦，但这给了我所必需的丰富经历。

你什么时候发现自己擅长全球宏观策略的？

在2000年春天，当我们为PayPal公司筹集资金时。那时公司拥有优秀的产品，但是需要时间和资金去发展业务。同时，我们正关注股市泡沫，我看到在我们的帕洛阿尔托（Palo Alto）出现了价格飚升。我们相信通货膨胀会加剧，不管产品质量如何我们筹集资金就会很艰难。紧记着这种情形，我们立刻在2000年3月筹集到了1亿美元，那时正处于泡沫的高峰期，我们所筹集到的资金，比人们所认为的我们在短期内所需的资金要多得多。3月31日，我们结束了筹资活动，赶在市场进入剧烈下滑期的前一天（参见图9-1）。我们所筹集到的多余的资金，给我们提供了把PayPal公司建立成一个强大企业所需的平台。如果我们随波逐流和其他人一样只见树木、不见森林，那么我们就不可能预见到该森林大火的到来，我们就会和其他人一样葬身于火海之中。此次事件真正让我们感觉到全球宏观视野的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

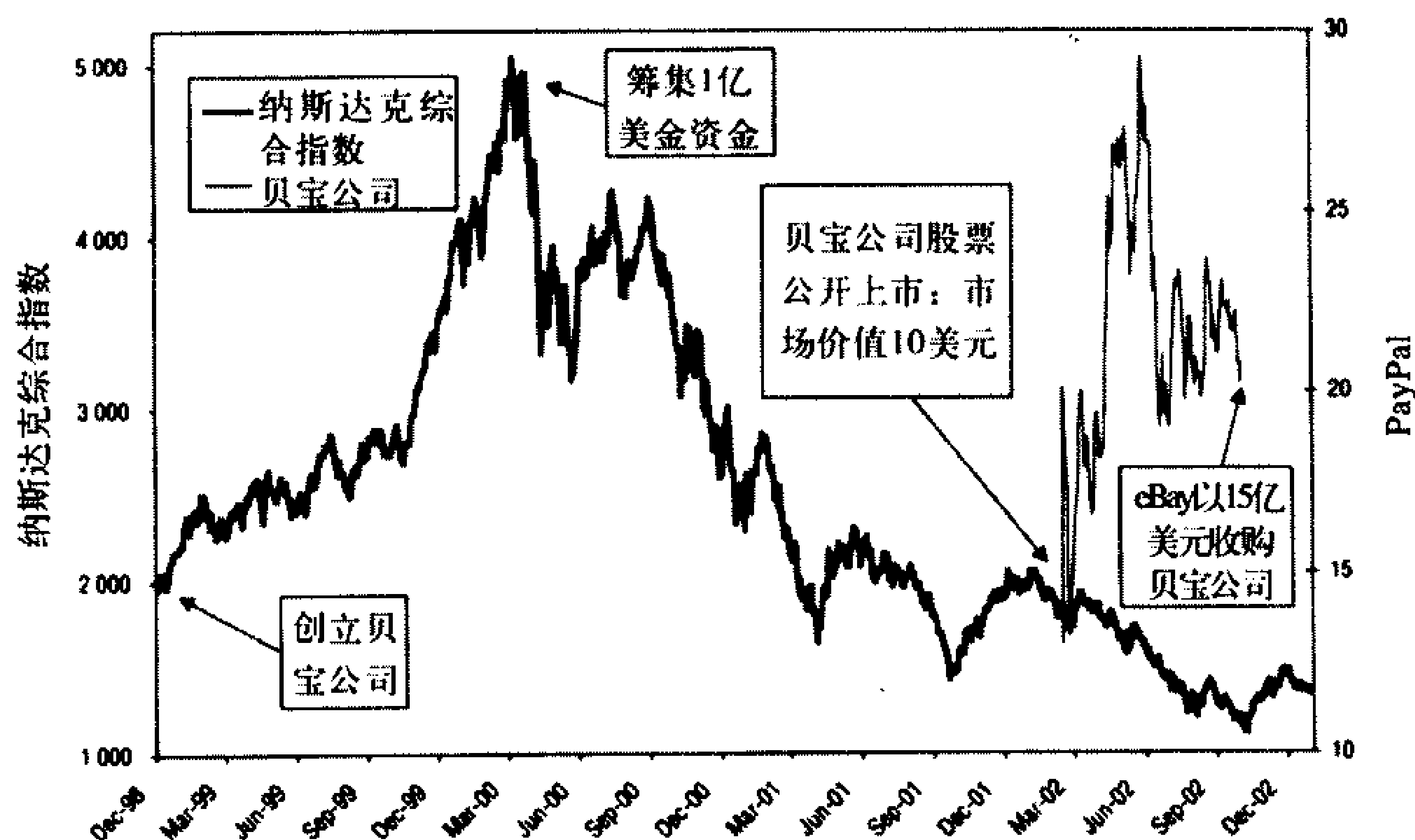


图9-1　纳斯达克综合指数，1998～2002；贝宝公司，2002

资料来源：Bloomberg.

事实上你所筹集的资金，是不是比为了改善PayPal的资产负债表以应对即将到来的暴风雨所需的资金更多？

在我们发行股票时我们所筹集到的资金，比许多人认为我们所需的资金更多，虽然我们竭力小心地不打算放弃太多的所有权。我从一开始就观察到了泡沫的膨胀，并且我从日本的泡沫经历中吸取了经验教训——从泡沫中恢复元气会非常艰难。第二口再去咬一个酸涩的苹果，将不会是一个让人舒服的选择。当我们需要钱的时候，如果我们没有筹集到那么多钱，那么PayPal的将来也不会像现在这样清晰了。

标志着末日即将来临的线索是什么？

除了人们所熟知的指标——令人瞠目的定价等以外，一些轶事证据的力量也不可思议的强大。投资者的行为非常地缺乏理性。投资者在对PayPal的业务一无所知的情况下，争先恐后地拼命投资PayPal。一位韩国的投资者汇钱给我们，但是文件上却没有署名。在帕洛阿尔托，我们的周围，那里是金融风暴发生的中心，相同的事情大量地发生着。

有意思的是，造成泡沫（或者说没有成功遏制住泡沫）的其中一个因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是缺乏全球宏观投资。到20世纪90年代末期，许多大的全球宏观对冲基金，比如量子基金和老虎基金，通常都因在对抗泡沫的过程中遭受巨大损失而倒闭。与此同时，股票指数如日中天，达到了最为鼎盛的时期，在2000年3月资金流达到了前所未有的高水平。股票指数投资者在事先不思考指数是否定价过高的情况下，盲目地大量购买股票指数。这完全打破了平衡——在没有全球宏观对冲基金的情况下，也就没有足够的资金迎头赶上来对冲泡沫。

你说过PayPal是运气和才能的复合体。那么你认为在管理资金时也是运气和才能的结合体吗？

就像人们所说的，机会只会垂青那些有准备头脑的人。当科技繁荣开始时，能够在硅谷工作对我是非常幸运的转折点。但是如果要利用这些机遇，还需要在第一时间认识到这些机会，然后组建一个团队把我们的见解付诸实践。

这对于眼下的全球宏观投资也同样适用。现在存在许多非常严重的经济失衡现象，相应地也存在良好的机遇，但是需要我们努力去利用这些机遇。

管理自己创立的科技公司的几年之后，你是怎样做出创立一个全球宏观对冲基金的决定的？

在PayPal被收购之后，我决定管理自己的资金，并且更系统地关注全球宏观对冲基金分析。我们思考着为我自己以及我原先的首个基金的一些投资者建立一个积极进取型的家庭账房（Family office），也就是Clarium资本管理公司。但是，我认为吸收外部资金也是有意义的，因为我们的投资观点是可扩展的，所以拥有规模就代表着机遇。因此我们建立了Clarium资本管理公司，在PayPal被收购后的几个星期就向外部资金敞开大门。

为什么全球宏观交易是现在最好的交易？

有两个最本质的原因。全球宏观交易提供了最好的投资机会，而且它可能也是最激进的投资风格。即使在20世纪90年代末期的对冲基金激增时期，人们对全球宏观交易的热情也下降很多，这使得对全球宏观对冲基金的投资不足，而这恰恰创造了巨大的机会。对冲基金世界中的其他玩家忽视了现在还存在冲击经济结构的泡沫，及其所造成的系统性扭曲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鉴于前景光明，全球宏观型策略本质上十分吸引人。没有比思考世界怎样运行更迷人的事情了。全球宏观策略交易的部分乐趣在于，人们如饥似渴地寻求恰当的问题，以及乐此不疲地探究正确的答案。能够提出自己的问题，而且问题是可以解决的——答案能够告诉你一些关于世界的新的和重要的东西，这是一件多么惊险刺激的事情啊。

如果人们开始汇钱给您，并附带没有亲手签名的文件，那么你会开始担忧全球宏观策略交易的可行性吗?

如果发生那种事情，我们会担忧，但是我们离那还很远。自从经历了上次泡沫危机之后，我敢充满信心地说全球宏观对冲基金业不会出现那种情况。

与创立科技新公司相比，创立对冲基金怎么样?

从许多重要方面来说，两者所需要的经历类似。两者都涉及了需要时间来开展的这个主题，两者都奖励愿意持有长期观点的经理和投资者。一个新创办的公司仅仅是建立了一种商业关系，而这需要通过多年的论证。与此类似，我们发展主题可能需要几个月或者甚至几年才能成熟。两者都需要紧凑连贯的视野和耐性。

你的研究过程与你在PayPal的类似吗，或者有怎样的不同?

两者起初都类似地、无限制地追求好主意，但是在那之后，快速的过程发生了偏离。在科技公司创立初期，选择是无穷无尽的。你可以和公司，政府或者消费者合作；你可以选择你的产品；你可以选择在任何你喜欢的地方设厂。但是随着时间流逝，历史将开始支配未来。我用下国际象棋打比方，在游戏刚开始时，你可以任意移动，但是随着游戏进展下去，你就被锁定在某一个策略当中。然而，在全球宏观对冲基金业中，选择面依然很广泛。每一天都是崭新的一天——你可以交易任何产品，投资任何市场，基本上不受上星期、上个月，甚至去年所发生的事情的限制。那种不断地更新也许会令人气馁，但是它同时也使工作更有趣。

相比较而言，对冲基金投资更富有挑战性。在对冲基金里，每件事都完全透明——投资者可以看到你的头寸，这意味着你在实时被评估着。而正是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为实时监控，因此在对冲基金里的生活将会比在新创立的公司生活的情绪波动更大。盈亏的每日波动大部分都是相当正常的，但是它可能引起员工情绪的波动，或兴高采烈、或沉闷压抑，因此控制情绪波动也是管理基金很重要的一部分。对于投资者，我们尽力保持我们的时间期限与风险对他们透明，这样他们就会对我们的投资风格感到满意。对于那些欣赏全球宏观型基金更长期限特征的投资者，我们会尽力和他们保持最好的关系。

如果你认为有些投资者太短视，那么你为什么吸收机构资金？

这里不存在完全相同的唯一投资者，也不存在完全相同的唯一基金。如果你能够找到对你的投资风格感到满意的投资者，那么该投资者就可以成为你的资源，你可以吸收为客户。我们感到很幸运，因为我们拥有理解我们投资方法的投资者，并且我们对他们给我们所带来的资源感到很开心。投资者同时也是信息的很好来源之一，他们被激励向你提供优质的信息，即使你最终可能会得到不同的结论。

当投资者选择基金经理时，他们应该寻求具备什么品质的经理？

即使一个经理拥有长久的和让人羡慕的收益记录，但是定量化分析收益在多大程度是来自基金经理的管理技能，以及在多大程度上来自运气，这也是一件很难的事情。这也使平常的定量化尽职调查分析很困难。相反，投资者应该认真倾听经理的观点，然后思考——他的分析是否有道理？分析是否紧凑，或者新颖？结论是否有依据？投资者应该尽力理解管理人员的思考过程。如果听起来似乎有道理，那么相互之间的互动关系或许就好起来了。这就是投资者对我们的投资策略感到满意的办法。

投资者应该在合适的尽职调查和参与收益分配之间取得平衡。对于全球宏观对冲基金投资者来说，要想取得平衡是一件更困难的事情，因为宏观对冲基金可能在很长的时间内只进行少数几个主题交易。因而在全球宏观对冲基金里，观察几年的数据所获得的满足感，是其他种类的对冲基金观察几个月就可以得到。但是在等待的这几年内，投资者可能会遭受巨大的机会成本（即放弃的利润），而那些经过几年已经获得成功的管理者，通常倾向于对新的投资者紧闭大门。投资者一旦得到相当程度的满足时，即使不是完全满

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

足，掏钱进行投资也会变得合情合理。

你放弃年度管理费用，是为了鼓励投资者向这一不合理的收费开火吗？

我希望尽可能地使代理问题最小化。为了达到该目的，我们不收取年度管理费用，而且我把几乎个人的所有的流动资产净值都放在基金里。

困扰我的事情一直是金融界存在已久的代理问题。金融企业的动机通常与他们客户的动机并不一致，甚至正好相反。一个经典的例子是，股票经纪人往往会倾向于频繁地买卖其客户的股票以赚取手续费，而不管这种操作是否真的有利于客户资产的增值。最近一个更令人吃惊的例子，是许多基金征收年度管理费。在20世纪90年代早期，收取管理费还是有些道理的，因为那时基金规模相对较小，基金需要通过管理费用来应付营业成本的支出；此外，那个时代稳健的投资回报，足以弥补了投资者交纳的管理费用。但现在，情况完全不同了——基金可以迅速地筹集到所募资金，但收益却低得可怜。在当前环境下，基金经理可以通过收年度管理费而大赚一笔，尽管其收益状况并不理想。随着投资回报率的下降，2%的年度管理费用正在成为投资者的一个沉重的负担。

这就是说，在某些情况下收取一定的管理费用是合理的。比如，当为改善投资服务而需要基金投入更多的企业资源时。但在更多的情况下，收取管理费用却会导致激励不足的问题。我认为未来收取年度管理费会成为了一个重要问题。在更好地实现我们的利益与投资者的利益平衡方面，我们应试图让我们的基金走在行业的前列。

你现在管理一些相对集中的投资主题。如果你现在管理数十亿美元的资产，这种情况你还是这样认为吗？

对。投资主题的数量并不可能与资产同向增长。市场已经变得高度相关——新兴市场的差价债券已经与垃圾债券及信用差价联结在一起，而这反过来又和美元以及高科技股票相关——那些相关性的紧密程度已经达到了历史新高点。结果是，非常广泛的多样化既不切实际又不可取。然而，相互联系的扭曲程度却极其严重，因此主题是可扩展的。通常，在给定期间内，我们业绩的很大一部分来自于有限数目的交易，但是就整个生活或投资来看，情况通常也就是这样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你从哪里获取基本信息？是什么推动你研究过程的进展？

我的研究团队有9个人，他们大量时间用来阅读、观察市场以及验证他们的理论点子。我也广泛阅读，但是我会花许多时间与内部和外面的人交流，进一步钻研深入，尽力获取更广阔的视角。一旦我们的内部研究产生了一些令人感兴趣的点子，我们就会和专家交谈，以期进一步深入挖掘其内涵，努力获取更广阔的视角。

你在硅谷的人际关系，对你的投资进程产生过帮助吗？

硅谷被当成一个非常强大的情绪指示器。但是也许就是这样，当硅谷处于狂热时，市场就会出现非同寻常的过度购买。当硅谷的每个人都悲观时，通常是我们进行购买的大好时机。

告诉我除了PayPal那轮风险投资之外，你最棒的交易是什么？

到目前为止，我们最好的综合性的交易是长期原油看涨期权交易，我已经在去年的圣摩尼卡会议上描述过了（参见图9-2）。

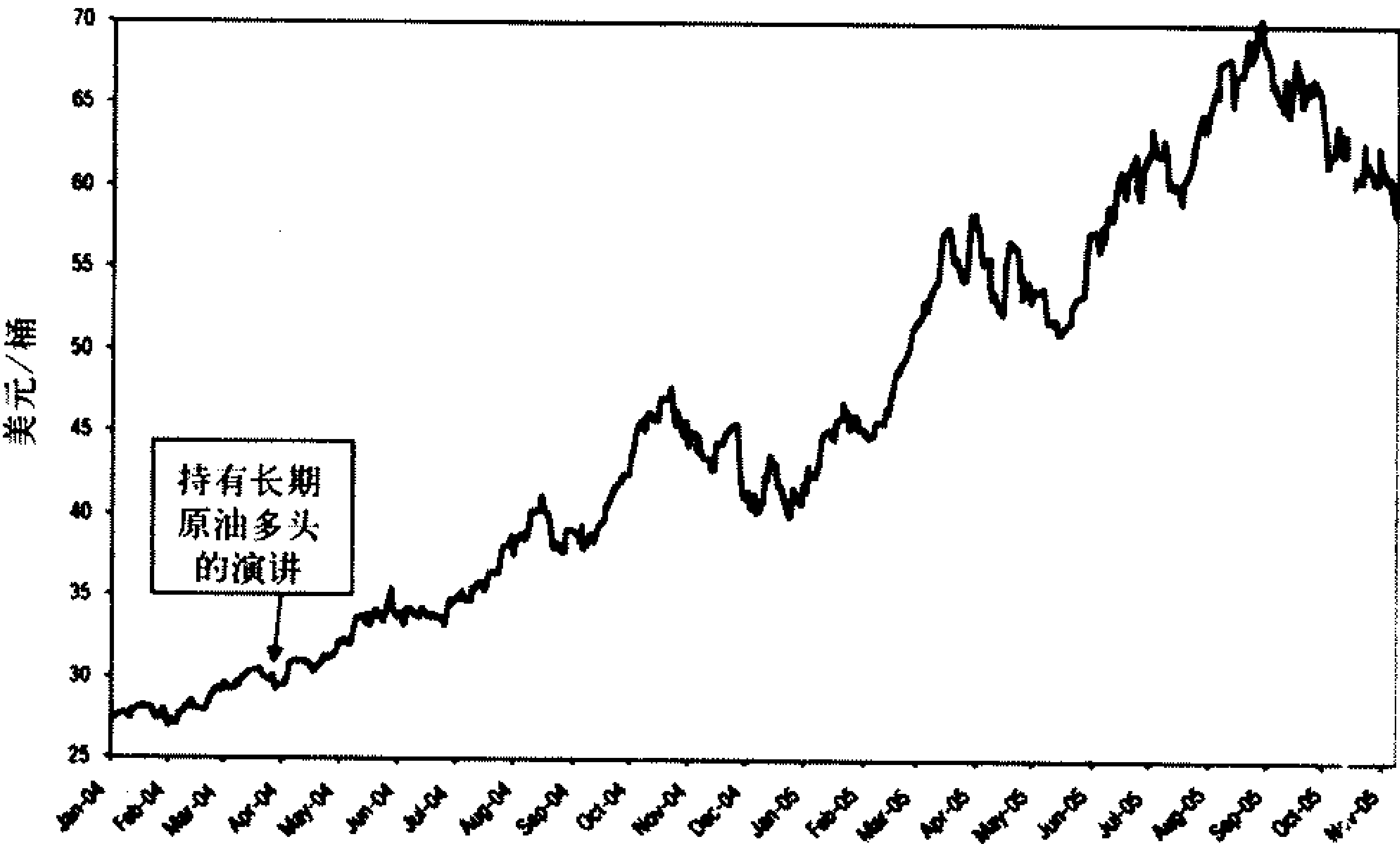


图9-2 原油期货（WTI），2004～2005

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卓布尼全球会议回顾，2004年4月

彼得·席尔最钟爱的交易：持有长期原油多头

Clarium资本管理公司的彼得·席尔，建议去购买加拿大的油砂公司的股票。该点子是去创造一个合成的长期原油看涨期权。加拿大的油砂公司是高边际成本石油生产者，如果在未来10年石油价格大幅上涨，那么它们的市值将暴增。

石油的需求曲线与供给曲线都非常缺乏价格弹性。全球的经济增长越来越依赖于亚洲（比如中国），而这些国家的石油都不能自给自足，因此在未来的10年里，对石油的需求将稳步增长。况且，事实上石油不存在简单或便宜的替代物。相反，他却认为，便宜的石油的最好的替代物是更贵的石油！因此当油价上涨时，对石油的需求实际上并不会下降多少。

但是，也许供给方才会真正面临着最大的危险。石油的产量已经接近极限，但是石油的储量却比人们原先认为的要更快地枯竭。美国的石油产量已经达到了极限，而且越来越多的证据表明石油储量被夸大了。比如，石油输出国组织(OPEC)的配额系统，它的原理是根据每一个国家的石油储量的一定比例来设定每一个国家的生产量。这就促使这些国家夸大石油储量。

在经历了15年的低油价之后，这些因素实际上正在盘根错节地交织在一起。结果是造成了这样的市场思维——石油价格会维持在20美元/桶～30美元/桶的价格范围之内，偶尔也会上涨。因此，尽管会出现朝向更高油价的趋势，石油曲线却始终还是反向的。因此，最大的异常现象恰恰是出现在石油曲线的价格回调阶段。但是问题在于，目前正好处于你希望做多石油的石油曲线那一段上，市场机会已经不多了。

彼得的答案是去购买这些将沥青转变为石油的加拿大的油砂公司的股票。它们都是高成本生产者，而那正是这种交易的魅力所在。当油价处于现在的价格水平时，它们并没有那样值钱，但是，当油价比大众所预期的上升更高，并且稳定地处在比人们预期的更高的水平时，那么它的市值将暴涨。当石油价格达到某一水平时，这些公司的现金流将暴增。因此，通过购买这些公司的股票，实际上你是获得了以石油价格为标的合成的看涨期权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迄今为止，我们所做的最好的纯粹定量化宏观交易是，在2003年6月，做空日本的政府债券。那时，他们的10年期政府债券的年收益率是45个基点，因此卖空政府债券实际上是一个相当合算的单向期权。我们认为最坏的情况是债券价格并没有下降，在这种情况下会有一点小的波动，但是更可能发生的情况是收益率上升一点（价格下跌）。尽管日本是一个截然不同的国家，你很难知道它将怎么进展，但是这个交易却是似乎简单明了。我们在收益率是60个基点时开始做空日本政府债券（JGB），接着在收益率为45个基点时增加了头寸。我们对时机的选择非常成功，因为我们在持有绝大多数头寸时的债券收益率，恰好在日本债券收益收益率创纪录最低点的一个基点以内（参见图9-3）。

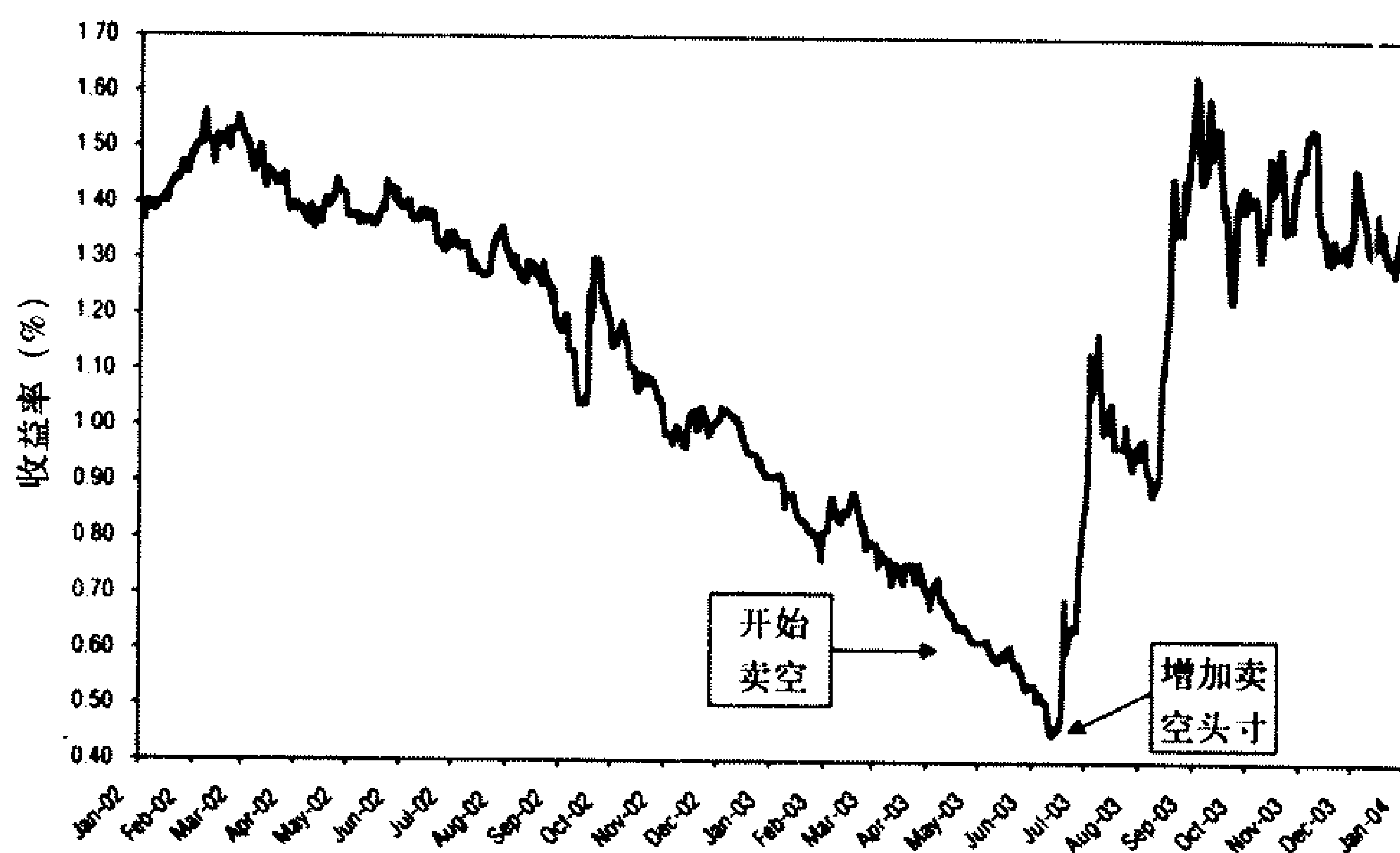


图9-3 10年期日本政府债券，2002～2004

资料来源：Bloomberg.

我们对该笔交易最为津津乐道的是我们对入市时机的选择。从收益率下降到1.5%时，这笔交易就看起来有戏；而我们在收益率接近最低点时选择入市，这对我们非常有帮助。这事实上是交易中最难把握的一种平衡，即何时进行交易。通常，如果你等待一个好的入市点，你会错失良机；但是有时，耐心是不负有心人的。

你利用期权管理那种平衡吗？

我并不确定是否有解决时机选择与敞口管理问题的方法，但是至少我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不认为期权是一个处方。我过去为瑞士信贷银行金融产品（CSFP）交易和构建衍生产品，因此我清楚它们的短处。为了表达一个主题或者对交易进行规避而直接进行期权交易，这是一种非有效的或者懒惰的方法。我们更多的是把期权当成我们研究中一个非价格指标。为了获取关于人们对基本标的市场怎样定位的信息，我们也会观察衍生金融市场、掉期市场、互换市场等正在发生的一切。但是把期权作为一种投资工具，并不那么经常吸引人的眼球。

你能告诉我你关于风险管理的哲学吗?

从长期资本管理公司的事件，以及我们对所有头寸进行的压力测试中，我们已经吸取了好多教训。我们假定所有的头寸都紧密相关，并且确保在发生灾难时我们的损失限制在15%～20%之间。为了达到这种目标，我们对所有头寸的总体规模进行调整，并且对每一个单一交易都设置止损水平。严格执行止损措施，也许是基本全球宏观对冲基金业最为严格的规则。因为当市场波动对你不利时，从长期观点来看，该交易反而会变得越来越好。

如果我们因为止损措施而打算退出市场时，我们会退一步考虑。接着尽快决定我们的分析是否值得改进，或者只是简单的误解，但是我们并不会被单一的交易困住手脚。

即使我们对每一个交易都设置了止损措施，但是那也不是简单地止损。如果该交易已经累积了许多利润，我们会容忍它越来越对我们不利。我们不希望在刚进行交易时就损失很大，但是如果它有盈余，那么我们乐意挺过短期的下滑亏损，这样我们就能够坚持持有更长的时间。如果一个投资者确实是为了长期投资，那么下滑风险就可以减轻。

对于每一个交易，我们也都会尽力去确认那种随着交易进展而被我叫做“非价格指标”的东西。比如，当我们做空股票时，我们追踪波动性指标以及各种各样的传感指示器，它们会告诉我，人们现在是更乐观还是更悲观。当价格被当成唯一的指标时，事情将变成一种非有效的绘图练习。

你最糟糕的交易是什么?

在2004年初期，我们的长期观点是全球金融泡沫的破灭将会引发通货紧缩压力，因此持有债券多头看起来比较有吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Clarium资本管理公司的投资主题，2004年第1季度

通货紧缩：购买10年期国库券。

美元崩溃：持有一篮子外币，比如，日元、巴西里拉、新西兰元和澳大利亚元。

油价剧涨：购买主要石油公司的股票——俄罗斯石油公司，加拿大油砂公司。

股票价格尤其是金融股票价格处于顶峰：主要持有的是金融公司股票的股票指数的空头，比如标准普尔500指数和德国股票市场指数（DAX）。

然而，范尼梅（Fannie Mae）固定收益投资组合的研究，使得我们相信美国债券市场经受不住大量的短期抛售。因此，尽管从长期来讲我们对国库券行情看涨，但是从短期看，我们关心市场的薄弱点。鉴于此，我们在2004年2月做空美国债券。不久之后，政府公布出来的失业率很低，因此固定收益证券经历了许多年来最强劲的一个拔高。根据我们的止损措施，我们平仓了，尽管债券在那之后很快被抛售。一个月后，我们的指标显示，是重新回到我们核心的做多债券的主题上去的时候了。因此，我们建仓进行交易，捕捉到了国库券随后发生的上升趋势（参见图9-4）。

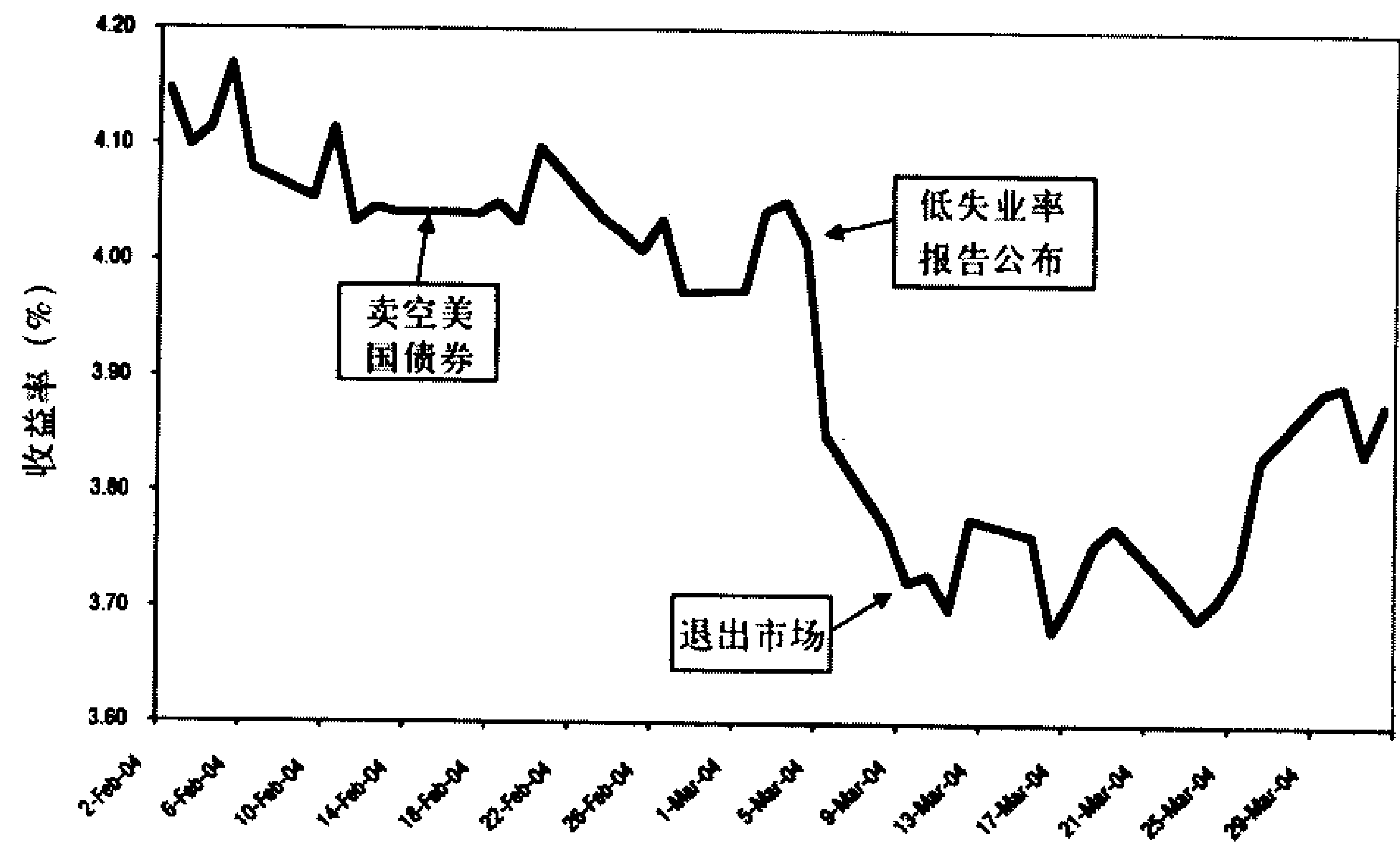


图9-4 10年期美国国库券，2004

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这次交易再次让我们想起了一句古话：时机选择是一切。我们对于泡沫破灭后设想的一个进退两难的困境是，尽管影响市场的严重扭曲现象最终会消灭，但是扭曲现象在最终反转之前会变得更严重。如何平衡时机选择指标拐点的长期与短期，是一件很棘手的事情。例如，我们认为现在美国存在住宅泡沫，可是我们在两年以前就这样认为了。自从那时候起，住宅建筑公司的股票价格到现在已经上升了四分之一，因此如果我们那时就进行该交易，那么就会酿成了灾难性的后果。直到现在我们还缺乏一个好的时机选择指标，因此我们禁止进行房地产交易。有时，那些好的交易正是那些你没有进行的交易。

你现在对世界的看法是怎样的?

有两种对世界的看法：一种是认为我们生活在一个正常的世界里，另外一种是世界正在发生一些非同寻常的事情。如果你认为你生活在一个正常的世界里，那么在全球宏观领域并不会有太多的事可做。但是如果你认为我们生活在一个前所未有的、被巨大的金融泡沫所扭曲的世界里，就像我所认为的那样，那么就会存在一些以极其不对称的方式发生的事情。这就存在着巨大的机遇。很明显，我们被机遇所包围着。

眼下，我们特别关注系统中金融杠杆的使用量，从住宅投资到风险投资。一些股票——从科技股到金融股，似乎相当值钱。在硅谷的朋友描述说，现在是相当多的资金追逐相对少的点子，因此似乎世界还处于投机热情之中。

你认为在科技股泡沫崩溃的5年后，我们是否再次处于风险投资的极端点上?

尽管2000年到2002年出现抛售，但是我们可能更接近于1999年和2000年的情形。平均来看，很明显市场中存在的比以前低得多，但是被投资于好点子的资金的比例更高。事实上，我们也许已经像中国和其他新兴市场一样超越了1999年的基点位置。

Clarium资本管理公司的哲学

市场上股票泡沫以及它的破灭已经造成了严重的、长期的市场扭曲，而中央银行和政府试图减轻通货紧缩的泡沫所产生的危害，却加剧恶化了市场的扭曲现象。在这样的市场气候中，Clarium资本管理公司并没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

努力去保持市场中立。事实上，无处不在的市场中立，以及相对价值策略是造成现在相关市场环境的一个主要因素。相对价值型交易员通过使用不断增加的杠杆和风险，试图从相对价值交易中更多地榨取正在不断下降的收益以维持收入；而这进一步加剧了各个市场的相关性，从而进一步注入了系统风险。Clarium资本管理公司认为，通过利用这些严重的、高度相关的扭曲以及相应地采取投资的方向性策略，能够实现利用适度的杠杆和风险获取绝对高收益。

这是全球利率如此之低造成的后果吗？

全球低利率水平毫无疑问是一个促进因素。但是，主要是因为政府处理股票泡沫的方式造成了今日的情形。他们把大量的额外流动性输入系统当中，而这产生了消费者支出泡沫和住宅市场泡沫。我们现在存在好多闲置资金，它们可以投资于像类似硅谷这样的地方。

你怎样看待格林斯潘？

我认为美联储在20世纪90年代所犯的一些错误促进了泡沫的产生，或者至少是没有成功地遏制住通货膨胀的发展。也许，许多年之后才能正确评价格林斯潘领导下的美联储，但是我并不认为历史会给予极高的评价。目前从一方面来说，他对利率和收益曲线的控制力相当强大，但是从另一方面来说，他的行为似乎也相当受约束。

你现在还认为存在通货紧缩吗？

我们认为，全球金融系统有必要进行反杠杆措施。婴儿潮的一代将会开始储蓄，而这意味着他们将会从投资股票转换到投资固定收益证券以及其他更低风险的产品。不管通货膨胀会怎样，真实利率水平将会下降，因此名义利率水平也会下降。看一下30年期受通货膨胀保护的国库券（TIPS）的收益率，最近已低到1.6%，而这是有史以来最低的（参见图9-5）。这意味着未来30年的无风险收益率现在被估计为每年1.6%。自从泡沫破灭以来，那种收益率每年都在下降，这表明泡沫遏制过程将始终强劲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果受通货膨胀保护的国库券被正确定价（我们认为它定价正确），那么我们认为它们在告诉我们股票市场的定价过高了。美国股票市场的定价考虑到大量生产率的增长，但这与1.6%的真实利率并不协调。

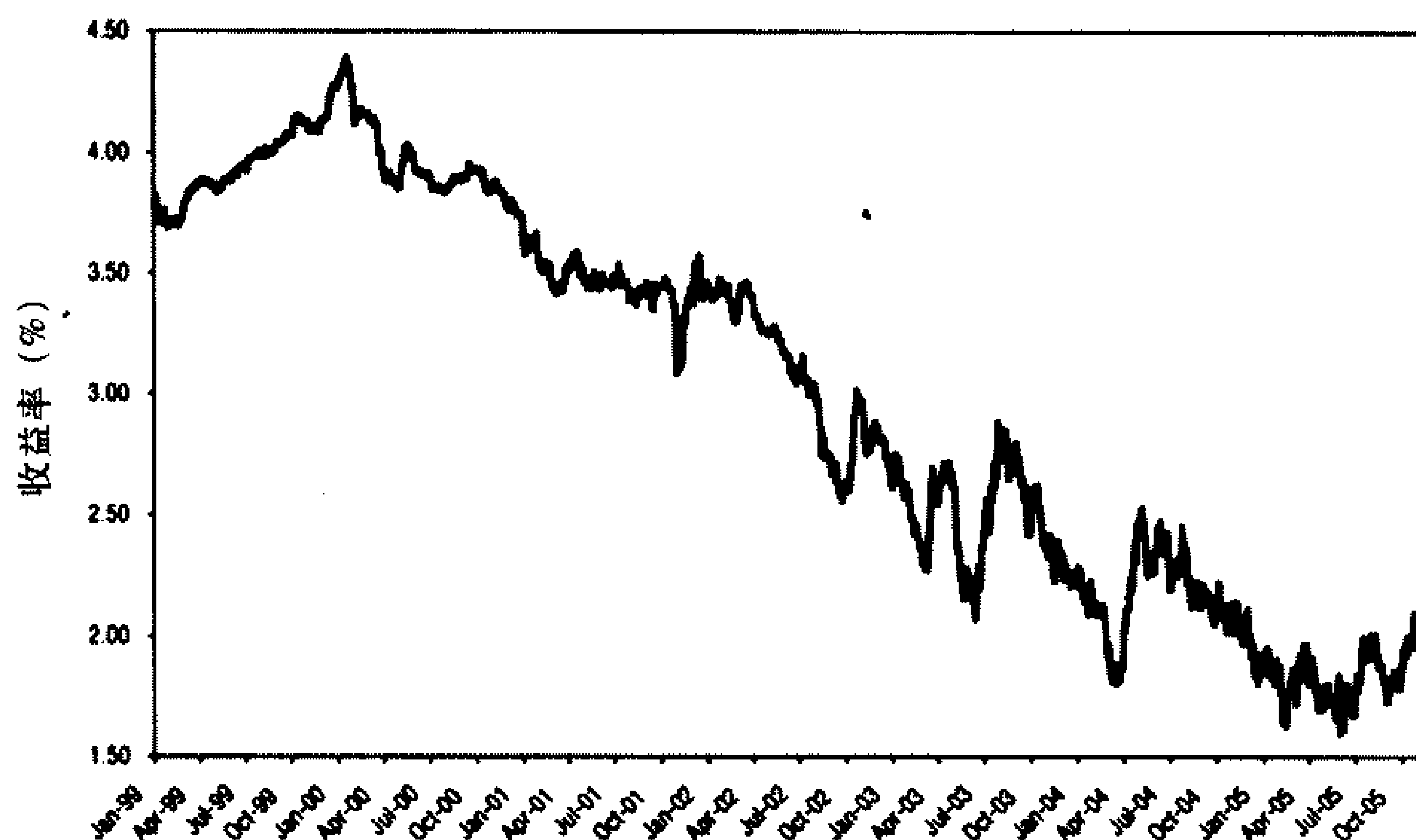


图9-5 30年期经过通货膨胀保护的国库证券（TIPS），1995～2005

资料来源：Bloomberg.

我们认为真实收益的下滑趋势将会持续，因为婴儿潮的一代将会日益为他们的储蓄寻找更安全的地方。在20世纪90年代，日本发生了相同的事情。从人口特征来说，美国比日本滞后了10～15年，而且人口增长动力正在趋于衰竭。

对美国来说最小代价的脱困方案，可能是步入通货紧缩，这是一个能使债务人偿还其债务的一个温和办法。恶性通货膨胀肯定不应该是一个方案。没有一个像美国的金融经济这么庞大的国家，能够通过通货膨胀来解决其债务问题的。20世纪70年代的美国经济与此并不矛盾，因为那时美国经济并没有如此金融化。

格林斯潘从2001年到2005年对金融杠杆的扩张政策饱受争议，而争议焦点在于它是否最终会导致更严重的通货紧缩。格林斯潘所选择的道路，与日本在20世纪90年代初期的选择相当不同。日本并没有那样大幅减息，最终是以温和的方式解决了通货紧缩。

日本的发展轨迹较美国的优势之处，在于它没有产生消费者的信用泡沫。美国国内消费者的消费支出构成了整个国家经济的三分之二，而消费者未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将不得不勒紧裤腰带紧缩消费支出。如果消费者的信用泡沫破灭，那么造成的结果是，美国的通货紧缩将比日本发生的严重得多。

鉴于你的通货紧缩观点，你对最近的大学毕业生有什么建议？

我已经多次思考过这个问题，其实这是一个很难回答的问题。当我在1994年试图放弃学法律而改学金融学时，我思考过风险投资。我同一位主要风险资本家的合伙人参加的会议上，他对我的忠告是："进入风险投资最好的方式，是建立一个公司然后卖掉它而赚取至少200万的美金。接着拿这笔钱，作为一个风险资本家投资于其他公司。"尽管现在面临通货紧缩，我还是会给他们相同的建议。

对于那些希望能传承你的衣钵和管理一个大型全球宏观型基金的人，你有什么建议？

从事对冲基金这个职业，也许是许多人可望而不可即的。这是一件从根本上无迹可循的事。在对冲基金业绝大多数看起来最优秀的人，其实是误打误撞地进入该行业的。他们都富有独创性、创造力，并且都有些不墨守成规的特性。他们都是那种更渴望从事适合他们的工作而不是局限于某个特定产业的人。或许，10～15年内还是这种情形。

处于对冲基金泡沫中，最令人担忧的事情是MBA指标。每年，最受MBA毕业生垂青的工作岗位总是那些目前发展最欣欣向荣的，并且即将衰落的部门。而现在，MBA毕业生却涌向对冲基金业。

在Clarium资本管理公司，当我面试那些应聘分析师职位的MBA毕业生时，我问的最标准的问题是："我们宏观对冲基金，通过确认市场存在的严重定价错误而得到回报。你认为眼下世界存在哪些难以置信的与真实形势格格不入的东西？"

很明显，几乎每一个我面试的MBA毕业生都不知道答案。我往往听到一些非常含糊不清的答案，比如"X比Y更好点"，或者类似这样的答案。他们都是一些非常聪明的人，给出的是深思熟虑的答案，但是几乎都站不住脚。

在2004年夏天，我们的研究部门负责人吓坏了我们的实习生，他第一天的开场白就是："任何宣布他认为市场是有效的人，将马上被开除。如果你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为市场有效，那么这里就没有你可以做的事情。但是你不必担心被炒鱿鱼，因为如果市场真有效，那么现在在其他地方找一份相当诱人的工作将不费吹灰之力。”

结果，没有人说他们认为市场是有效的。

在为Clarium资本管理公司招聘的时候，你发现哪种技能或背景与成功更紧密相关？

擅长数学、经济学与历史的复合性知识，是至关重要的。分析师有必要能够做定量建模，他们必须理解驱动模型中数字的经济学原理，并且必须掌握历史学知识从而能够有助于理解背景知识。真正成功的分析师是那些真正喜欢从事该行业的人，他们喜欢数学，喜欢经济学，喜欢历史。他们所喜欢的东西都是一些他们天生就感兴趣的东西。

彼得·席尔工作日程中的下一步安排是什么？

我热爱且从事着该工作，并且在可预见的未来我都会追随这条路径走下去。我享受我所做过的一切事情，但是事实上我还是喜欢小规模的基金。我们是一个小公司，我热爱我们公司这个优秀的团队。我喜欢才智的多样化，还有工作的严密性。我所从事的工作，事实上就是我希望从事的工作。能够做我想做的，我感觉实在是荣幸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

场内交易员

哈里斯
芝加哥商品交易所，Praxis贸易公司

如果将全球宏观交易比喻成是一场产生超额收益或回报、且为客户从市场中赚钱的战争，那么芝加哥交易所就是发生这场“价格发现战”的战场。芝加哥期货交易所（CBOT）或芝加哥商品交易所（CME或MERC）的场内交易员，为每个价格基点的盈利而战，他们从大量交易中抽取极其微薄的利润。下注抢筹往往仅在几秒的时间里就完成，这完全是一个体力活儿。难怪周围穿着蓝色、黄色或者红色马甲的操盘手，为了争取最佳的交易指令执行，而互相挥舞着拳头做出各种手势和信号，或冲着办事员大呼小叫。

哈里斯从1977年就开始在芝加哥商品交易所工作，这可能正好解释了他为什么看上去比他的实际年龄要显老一些。因此，他多年来的智慧与知识累积，主要来源于他在交易所工作的职业生涯。与其他芝加哥的场内交易员不同，哈里斯用中期的视角，以及对世界大事如何影响金融体系和经济形势的理解，而在市场上独树一帜，并超脱于芝加哥交易世界的混乱争论之上。

许多操盘手的一生就是看着电子交易屏幕，然后给出涨跌价格。交易所的交易员实际上能够看到价格运动的所有方面——买方、卖方、市场倾向、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场能量等——这样，价格信号就变成多维的了。对于他们来说，价格发现就是市场，他们的命运与市场的脉搏息息相关。走在芝加哥商品交易所的交易大厅里，我能够强烈地感受到市场的脉搏。金融市场中的利率、外汇、股票指数和初级产品的均衡价格都能在这里被看到。正如许多实证所表明的，如果宏观市场投资交易近乎是一个零和游戏；那么，在芝加哥交易所里，似乎没有任何地方可以隐藏这个残酷的事实。

在交易所大厅呆了一会儿之后，我上楼来到哈里斯的办公室。这是在芝加哥商品交易所上的一个偏僻、简朴的房间——房间里昏暗的荧光灯下有一台旧式的电脑显示器，墙壁是灰色的且满是划痕而破碎不堪，各种各样的文件和纸张撒满一地。这很容易被人误认为是一个清洁工具的存放室。尽管他在资本交易方面有突出的智慧和惊人的才干，但是他在服饰穿着方面似乎给人的印象不深，这两方面形成了奇怪的反差。他如今仍然每天至少坚持到交易大厅一次，但他已不再把所有的时间都花在那里了。办公室里感觉很混乱，但我猜想这或许与他长期在交易大厅交易的工作经历有关。事实上，除了因交易员为寻求哈里斯的意见和指导而不断响起的电话铃声以外，那里显得非常的安静。来自世界各地的交易员打电话给他，恳切地想知道他对于市场的看法。一个卓越的操盘手跟我提及哈里斯时曾说："在解释地缘政治事件对于市场影响的问题上，没有人比哈里斯更出色。"

像所有场内交易员一样，哈里斯穿着一件皱巴巴的深蓝色夹克，戴着一个写着三个字母的——便于在交易所大厅里识别他的徽章。尽管大多数人用的是3个任意的字母，但哈里斯的徽章上却写着"Y.R.A."，像是对他供职资历的的见证。

现在，哈里斯只用他自己的钱做交易了。他给我剖析了如何用交易所里的视角来看待世界大事，以及用正统教育和街头智慧（他称之为他的"中产阶级"的素养）来综合分析它们。在他的人生哲学里，赚到钱从来没有被认为是理所当然的，工作被视为一件神圣的事情去珍惜对待。作为一个交易员，特别是非常成功的场内交易员，他从不骄傲自大。更让人敬佩的是，他有很强的求知欲。他用浓重的芝加哥口音和不完整的句子，向我叙述了他在交易战场上搏击的故事。在那里，交易就是交易，生存的心理或许是交易中最至关重要的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是怎样开始你在芝加哥交易所的职业生涯的？

我原来在政治经济学研究所，主要研究的领域是跨国公司。我开始关注的是，货币怎样在全球范围的跨境流动影响跨国公司。当货币盯住随着布雷顿森林体系的崩溃而消失之后，许多这个领域的研究人员都在写关于“国际金融体系即将崩溃”的文章。我认为这一切都非常有趣。

我曾试图在银行找份工作，但是他们都说：“你没有MBA的学位，你能够为我们做什么？”我告诉他们：“当你们贷款资产组合开始出现坏账的时候，你们将需要一些像我这样的人去帮助你们分析。”他们当时都嘲笑我，但是在那的四五年时间之后，一些主要的银行纷纷倒闭了。

与此同时，我父亲的一个老朋友在芝加哥商品交易所工作。一天晚上，他跟我聊有关全球市场的话题，问我对于德国马克的看法，之后我写了3页我的看法并且寄给了他。他说：“这好极了，你为什么不到我这里来为我工作呢？”我告诉他我将很可能去华盛顿工作，而且对交易所的工作不太感兴趣。他后来又给我打过一次电话，说：“嘿，小伙子，就这一次机会，我不会再邀请你了。如果你真想去华盛顿，那你就去吧，不过我告诉你这可是你一辈子的机会。这个世界正在发生着巨大的变化，你是一个年轻人，而且没有结婚，你不懂的一切事情我都可以教你。”

那时我除了在做篮球赛的裁判员之外，没有什么其他事情可做，所以我就去了芝加哥商品交易所。在那里，一个叫伦尼·菲德曼(Lenny Feldman)的伙计教我关于市场和交易的课程。他已经破产好几次了，没有比失败案例更好的课程了，我认为我通过他失败的教训在学习上搭了一个顺风车。

我去他那里做套汇业务工作，一周200美元的薪水。渐渐地，我接手了这项工作，而且业务规模也增长了很多。我们在外汇期货和“现金+远期价格”之间进行套利，这一切与1977年大不相同了。这可是稳赚不赔的纯粹套利，因为我们交易中设定的是精确日期——是完全无风险的。后来，随着我们的操作变得更加熟练，我们开始在合约的到期日期上做文章，即承受一些小的风险以获取更高的投资回报。

后来，这种交易的利润价差变得非常狭窄甚至于不能弥补风险，尽管交易量是巨大的，但是利润却是微不足道的。如果市场在发展成熟之前对我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不利，并且在此期间随时可能爆发破产风险，那么我们从事这种交易的主要效果就是，仅仅给市场提供了流动性、给交易所缴纳了保证金，而我们自己却获利甚微。于是，我们最终在1993年停止了这种套汇交易，然后我开始集中精力在宏观投资策略交易上。

当你操盘套汇业务时，你是否也进行自营买卖?

是的，我自己也拿出钱来投入到套汇交易中去。我也管理一些其他人的资金，有时也填写交易所的订单。我总是试着去做我能力所及的、尽可能多的事情，因为我是一个深信每当太阳照耀的时候就应该去弄些干草来的虔诚信徒。这是非常典型的中产阶级的生活方式。

同样，我想让自己忙碌着，并且随时了解最新的情况。我对货币市场的了解十分透彻，因此人们会信任我，让我帮他们填写大的订单。不久之后，我请了一个人来帮我照看套汇业务，因此该业务几乎可以自己运转了。

你的老师伦尼·菲德曼教给你哪些交易课程?

怎样对待损失——接受就行了，因为你总能够再找回来的。不要老是摆出你的自尊，而害怕承认你错了，因为市场永远是对的。如果是你错了，请尊重市场，这是我学到的最有用的经验。

我不能认同有人说："你相信市场能做什么吗？"他们最好看看他们自己都做了什么，市场是不会错的。我曾经看到过许多交易员，他们抱着"他们是对的"的自信来到这里，却损失了巨额的金钱。我曾见过一个人想从5千万赚到6千万，然而在不到1年的时间里所有的钱就都亏掉了。类似的事情每天都在发生，因为他们不肯承认自己错了，所以他们就会不管市场形势的变化而在某一个仓位上长时间地去持仓。可现实是，如果你在错误的时刻是对的，那么你还是错的。

这里有一个操盘手遭受挫折的小故事，那个人是最早与我一起研究宏观市场的。他派他的一名分析师去非洲调查可可这种农作物的情况，分析师回来说那里已经没有这种农作物了，因此可可的未来价格应该会超过预期。结果，他以38美分的价格买了一些可可，当价格下探到36美分时，他赔了一半；当价格跌到34美分时，他再赔了一半；当到32美分时，他破产了。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而，一年半之后，可可的交易价格却高达1.5美元。

他的决策方向是正确的，但是正确在错误的时候。你可以对这个世界有自己的宏大观点和高谈阔论，但是你最好也要注意到市场正在告诉你什么。总是有一些比你更重要的因素在那儿。认为自己能领先于市场的任何人，最终都会破产。下面你们可以看到美国太平洋投资管理公司（PIMCO）的例子，管理的资产总额非常辉煌，那里的员工也很出色，但是当他们站在钢丝线上告诉大家他们正在做什么时，他们怎样他们对那些大额的交易头寸进行灵活调仓？随着银行业的稳健运营，现在市场上有多大空间能让他们去大规模的调仓呢？没有很多！

在哪一点上，你认为你对市场比较擅长？

我觉得，我仍不太确定我是否擅长揣摩市场。

我在一个玩牌的家庭里长大，我父母和3个哥哥都玩牌。我过去常在周六早上醒来时，发现有11个人围坐在我房间里的牌桌前赌博。当我3岁的时候，我就学会了怎样计算一副牌，所以我自幼就被训练掌握了计算赔率与概率的技能。

自你步入这行开始，全球宏观市场发生了怎样的变化？

首先，全球宏观确实是一个新的术语，过去也许它被称为“地缘政治学”。其次，如今竟然有这么多人不惜巨额钱财去玩这个游戏。如果你10年前告诉我，将会有超过2 500亿美元分派到期货交易上，我一定会觉得很可笑；然而现在，这个数字并不令人惊奇。我从保罗·都铎·琼斯（Paul Tudor Jones）那里得到了100万的投资经费建立了我的第一笔基金，我们做得非常好，很快我们的资产就达到了700万。当保罗想再委托我一个1 000万时，我拒绝了，因为我不认为我当时有能力去运营资金规模过于巨大的资产。而在今天，1 000万是多么微不足道啊。

当人们把资金投入转向俄罗斯时，同中国一样，这个资金规模是巨大惊人的。一旦开始，这个速度非常快。计算机技术改变了这个游戏规则。在外汇市场，70年代后期，银行可以通过电话卖出10亿美元，但需要两个星期等待这笔填好的订单返回的时间。而现在，只需要一个按钮，事情就会进行得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常顺利。这表明如今的市场容量是多么巨大，有这么多人在参与这件事情。我现在能够立刻到交易大厅卖掉10亿美元的任何资产，尽管市场会有一些反应，但是交易会被处理得相当快。这是与老观念不同的一个显著的改变。

这是一件你必须格外小心的事情——你想要什么，什么就可能成真。对冲基金/商品交易顾问（CTA）的游戏规则，能快速地让市场达到它要达到的转折拐点。在货币市场，至少你有中央银行、公司和银行，以及其他匿名的、远的实体在交易中相互对抗、相互制衡。但是在其他一些市场上，却充满了互相攻击、尔虞我诈的投机者，这也难怪投机利润会大幅回落了。

当你说“老观念”的时候，你指的是什么？

也许你不需要始终与市场步调保持一致，但当有人说要花数周的时间去完成一项交易时，哈哈，这种概念现在明显是过时了。现在，你必须时刻关注市场的方方面面，因为市场瞬息万变有太多值得留意的地方。

在柏林墙倒塌之前，能容纳大笔资本的市场只有少数几个地方。如今，许多地方像巴西、墨西哥、俄罗斯和土耳其一样都能吸纳巨额的资金。

资金过去常常通过银行贷款而流动，如今这已经不再是一个重要的渠道了。如果说真有什么重大变化的话，那就是对冲基金代替银行成为了全球融资的主要角色。银行系统是中规中矩、节奏缓慢的，而对冲基金融资效率非常快。对冲基金不需要让他们的客户经受数周的信贷调查、信贷委员会会议以及跨区销售等繁文缛节。对投资人来说，这仅仅就是一个进或出的问题，然后按一下按钮就能解决问题。

真正的问题在于，在当今世界里，银行究竟在做什么——融资对冲基金吗？如果答案真是这样，那就意味着你、我以及所有纳税人，都将承担金融结构变化所带来的冲击。每个这样的机构都因为规模太庞大而经受不起失败，正如我们所见到的长期资本管理公司。长期资本管理公司与当前市场上的某些交易头寸相比，简直是太微不足道了。

当对冲基金开始为了利润互相激烈抗争时，我感到了一些恐惧。全球性风险问题正在变得失控。当市场一直疲软的时候，人们会失去耐心而抛掉一些他们无法摆脱的东西，但是局面往往会在最坏的时刻变得更加糟糕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理查德·丹尼斯（Richard Dennis）早在1987年写了一篇关于上述现象的文章，被称作“博傻理论”。当你观察如今的信贷市场时，你会发现市场状况正如他们所预见的那样。

博傻理论

我们探讨一个博傻理论（也叫“更蠢的笨蛋理论”）的变种，它应该被称作“反应更慢的笨蛋理论”。根据博傻理论，投资者在购买那些市场价格已经远远高于其价值的东西时，他们是希望未来能出售给一个更大的笨蛋。如果周围没有足够多更蠢的笨蛋，那么这项购买就不是一个英明的决策。

根据博傻理论，我的计划是要比其他笨蛋更快地持有这些本不值钱的筹码（类似于头寸），并在即将到来的彻底毁灭这些筹码的经济灾难之前清仓。从某种程度上说，当每个人都相信危机只会在未来的某个时刻来临，但自己会比别的笨蛋先出仓时，就会有足够多的人参与这个博傻游戏。因此，游戏可以继续进行。

不幸的是，即将到来的危机——特别是对于普通投资者来说，这将是一个不连续的跳跃过程，经济通常将陷入到缺乏流动性、恐慌和混乱之中。我怀疑很多人与我的投资策略并没有多大不同，不断地继续购买那些即使被认为是不值一文的废纸（未来的）。

所以，这场灾难是潜伏着的，只是发生的时间或早或晚的问题，而且其破坏力可能比我们所预期的要更加严重——只要证券投资的“博傻行为”持续，繁荣就将会持续下去。或许我将清仓我的全部仓位——比我的原计划还要更早些——其他博傻者可能会比我预计的还要稍微快点，我可不想遭遇“正确的理论和错误的点位”的糟糕状况。

资料来源：理查德·丹尼斯（Richard Dennis）、新视角季刊，1987年秋。

如果市场总是正确的，那么信贷市场怎么可能错误呢？

市场总是正确的，所以也许有其他的一些事情出现，只是我们不知道而已。今天的债券价格告诉我“我错了”，我尊重这个事实。但我担心的是有很多人当市场拐点来临的时候，他们仅仅还在按昨天的经验机械地加码操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，就像1994年那样，那将是很可怕的。在美国，市场上出现1%的利率确实是一件怪事，但在那天之前，没有人会真正明白是到底怎么一回事。

宏观投资市场是一个零和游戏吗?

是的。有许多聪明人在那儿博弈，但不是所有的聪明人都能在同一时间做同样的事情。在某个特定时点上，这一切只是在自然地进行自我调节，就像是一个有吸力的黑洞。我们仍然没有领会到其中的奥妙，要知道我们是不可能通过来回填写这些买/卖单据来创造财富的。

你对当前市场最大的担忧是什么?

我一直对金融衍生工具市场比较担心和紧张。它是如此错综复杂，以至于没有人真正知道怎样把他们完全有机地结合到一起。格林斯潘认为这是一个为了消除风险的庞大系统，但是真会有人宁愿坐在那里去承受巨大风险吗?我想，这将是全社会的风险。

当他们废除“格拉斯-斯蒂格尔法案”时，它导致了金融业的混业经营。如今敢于冒险的人是越来越少，所以剩下的冒险者的资金规模也就越来越大。联邦政府把系统性崩溃的风险，称为是市场不能人为构造的“低可能性，高影响力的重大事件”，现在还没有足够的流动性来消化这种事件的后果。

市场就像水，它们可通过市场力量的推动，流向市场环节中最弱的一点，事情总是这样。市场就像一种无所不知的力量在说：“我将给你上一课，没有人比我强大”。看看索罗斯或者老虎基金公司，他们尽管多年来在资本市场上有着骄人的成绩，但最终都只能以失败而退出。这是当你的资金规模变得太大之后——要特别注意的一点，理查德·丹尼斯也是达到了对于他的能力范围来说其管理的资产规模太大的地步。这一点，对于亨特兄弟来说是一样的，他们当时甚至试图垄断白银市场。

看看他们的经历与教训，千万不要以为你知道一切，因为你真的不知道。由于综合了所有参与者的知识，市场比以往任何时期都要更聪明。注意这些市场信号，然后尽快承认你错了，不要对一些损失太患得患失。

为适应当前的市场环境，你是怎样调整你的交易风格的?

我现在较从前更加小心谨慎了。任何时候都有一些事情好得令人难以置信，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我现在认识到这是可能的，这种情况的出现是因为有人比我知道的更多。过去常常匆忙行事的我，现在会退一步去等待看清事情的进一步发展动向。我不要求自己在任何时候都必须抢在人先了，这是一种不成熟的交易心态。

我渐渐地整理出我这25年来开发的理财矩阵，这个矩阵是以资金流动为基础的。无论如何，资金总是要流向某个地方，而我只需要与其保持一致就好。但是，在我出手之前我会更有耐心，让资金本身自由地流动。随着年龄的增长，我越来越有耐心。

你是否做过期权交易，来实现你对市场判断？

没有，但是我知道一个很有趣的故事是有关这个的。迈伦·斯科尔斯(Myron Scholes)在芝加哥商品交易所上班，有一天晚上我们出去吃饭。我喝了很多酒，对他说："迈伦，期权是笨蛋才用的东西。"

在座的每个人都笑了，因为这是这个白痴交易员跟一个诺贝尔奖得主说的话——"期权是笨蛋才用的东西。"但是，他却回答说："我不同意你的意见。期权刻画一种趋势需要较长的时间，因为一个趋势在开始时，总是比较零碎难以捉摸的。当你操作的时候，不断观察与分析它的模式形态，你才能够看到这个趋势的发展。最终，当每个人都关注它时，价格波动也就开始剧烈起来，因为它的重要性已经得到了市场承认，那个时候，你就可以卖了。"

能谈谈你的矩阵吗？

全球宏观就是这个矩阵。它是在我脑海里虚构的关于资金怎样在全世界范围内流动的图像，这些资金由于总是要不断追逐最高风险调整后的回报率而在全球范围内流动。资金总是流向某些地方，无论是从石油领域流向流通、金属或者股市，我都跟进。

只有当全球金融市场恐慌的时候它才不流动，就像在1998年或者"9·11"之后，纷纷向瑞士这样的地方寻求暂时的避风港。市场的表现通常是基于两种情绪的：贪婪与恐惧。当你成为市场中的一分子投入了大量的金钱时，市场的贪婪对你是有益的；但是，一旦市场情绪转化为恐惧，接下来的事情往往就不太妙了。资金开始四处躲窜，投资回报已不是他们首要考虑的东西，此时，他们仅仅想要的就是节省本金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金永远在探索它最应该去的地方，但是当它自己开始转向并且朝着某一方向进发的时候，那确实是全球宏观投资很有意思的时刻。1997年的亚洲金融危机，是一个非常好的学习案例。“让我离开这儿，我不在乎它的成本！”我相信金钱游戏是法西斯主义的、不讲道义的。资金对稳定的渴望比其他任何事情都强烈，没有什么东西比不确定性更能够影响资金的动向了。

你从哪里获取影响矩阵的信息？

我在市场上同一些人聊天，主要是为了试探他们的想法。此外，我还阅读一些研究调查报告，像《金融时报》和《经济学家》。市场在长期内可能是有效的，但是单就每一天来说却可能是很没有效率的，即便是已经有消息摆在那里了。

矩阵是否给你提供了价格目标或是方向性的偏好？

主要是方向性的信号。我不喜欢去确定目标价格，那是纯技术人员做的事情。有几句谚语是所有场内交易员都知道的——“一个市场只有一个顶部和一个底部，前去挖掘并发现它吧”或“只是会抄底，而不会逃顶，同样只能获得价值不大的东西”。

在这里，不少交易员充满了市场机智。当然，就像任何地方一样，这里也有一群傻子。但是，也有一些真正的操盘高手在这个交易大厅里不断地攫取财富。

你能给我举一个矩阵怎样引导你去交易的例子吗？

一个经典的例子，是1999年的巴西货币贬值。我的矩阵告诉我，由于巴西货币贬值了我应该尽快卖掉大豆。我的理由是这样的：由于巴西农民得到的支付款是美元，那时大多数巴西商品的价格是用美元支付的，所以在其本币贬值之后，他们将得到巨额的本国货币。因为有利可图，他们将尽可能多地卖出大豆，并且将会大规模种植——大豆供给将飞速上升，这将导致大豆价格的崩溃（见图10-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

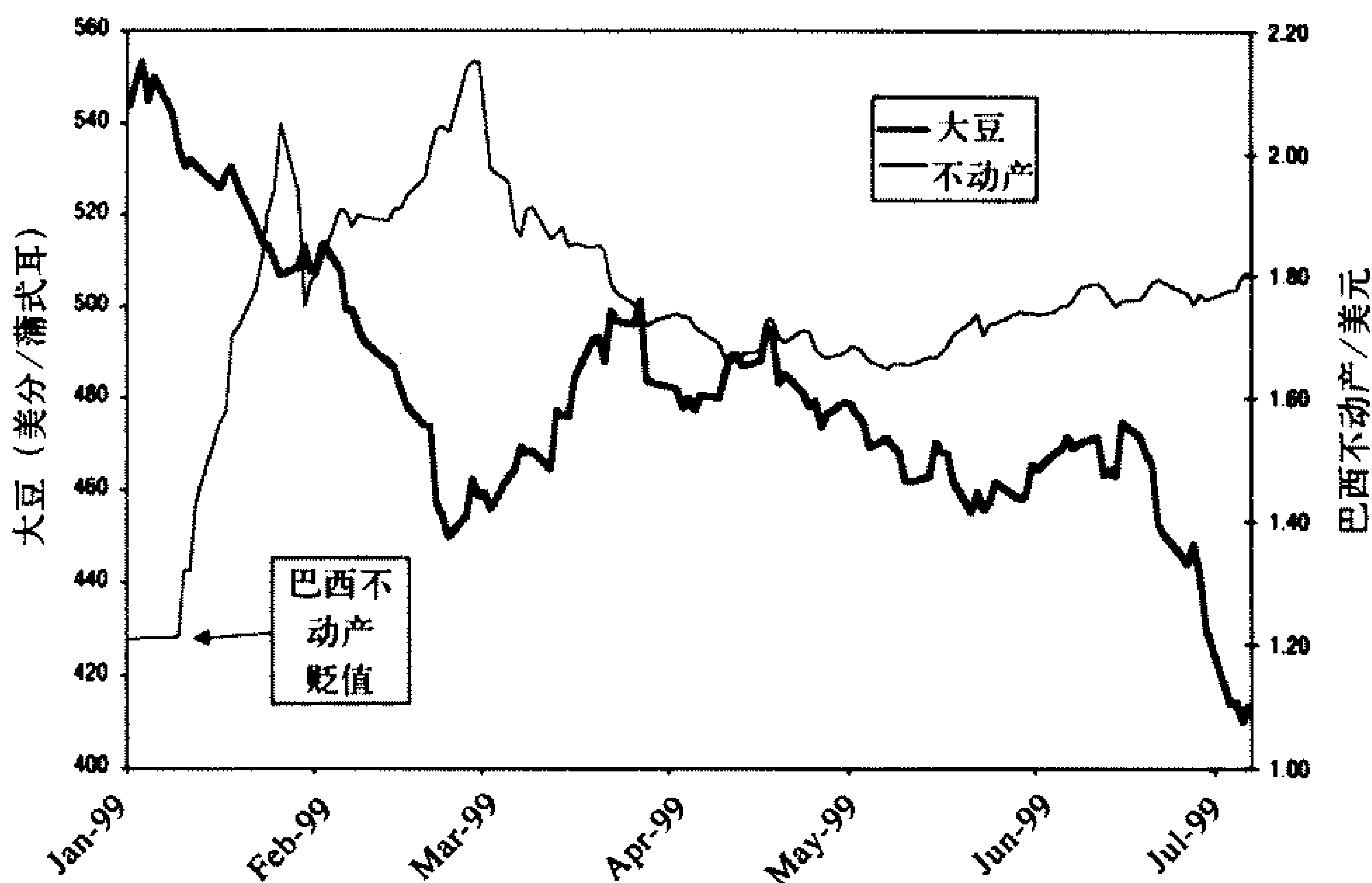


图10-1　巴西不动产和大豆，1999

资料来源：Bloomberg.

你还记得你做过的最糟糕的一次交易吗？

是的，那实在是糟糕透了。

那是1989年，我预想英国可能会以大约2.7马克兑换1英镑的比率，加入欧洲货币体系。我当时琢磨，如果他们以高于上述比率加入任何地方，他们的头脑就太不清醒了。然而，不久后撒切尔夫人就出来宣布，英国将以2.95马克兑换1英镑的比率加入欧洲货币体系。我简直不能相信，他们怎么能那么愚蠢。市场认同了我的观点，并把这个比率推向了更高。

那时，我的姐姐乔伊斯为我工作。我给她留下一个订单，告诉她不管发生什么事情，当比率到2.95时，就要从那面出来。然而，当套汇汇率达到那个值时，她却没有卖出。她的等待仅仅10分钟，但我为此付出了很多。我后来以2.955左右的比率出来了，在那天的晚些时候，交易比率竟然达到了3.06之高。当你需要坐下来思考一些你需要想弄清的事情的时候，你会非常需要一个能坚定执行你的交易命令的人，那会对你更有帮助。

到了1992年，英国人终于意识到我是正确的，但是他们在最终离开欧洲货币体系之前，却不得不经历3年的苦难。他们应该在特拉法加广场建立索

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗斯的塑像，因为如果索罗斯没有迫使英镑脱离欧洲货币体系的话，当时英国经济很快就将会像其他的欧洲国家一样处于相同的困境。

你从那次交易中学到了什么？

市场不同意我的观点。但是相比倾听和耐心，我更倾向于去锻炼和实践。这是“我的意识超前市场”的一个典型案例。

当我持有的资产价格上涨时，市场告诉我有很多人跟我的处境一样。如果我有些耐心，我就能在最顶部卖掉，那是一个拐点。相反，如果不能及时在拐点处反应，我就会受到严重的伤害，我所能做的就是舔舐我的伤口，并且赶紧逃离出来。我不仅损失很多钱，还错失了一个绝佳的机会，事情总是这样。

你在交易过程中做的最糟糕的事情，就是仅仅是试图赚回本钱。我把那些人称为“祈祷的交易员”。我能够辨识交易所里哪些人是这样，因为他们来来回回地摇晃，并祈祷和喃喃自语，“噢，上帝，让它们回来吧，让我保本吧”。

什么？保本？那是一个失败者，一个输家。我到这里来交易不只是为了保本的。市场里总是存在机会，所以忘掉保本的想法。如果你的目标仅仅是保本，那么你就不必再交易了。

当交易员遭遇挫折时，如果要改变“祈祷的交易员”的形象，那么你的建议是什么？

深呼吸，退后一步海阔天空，清理一下你的知识体系，再从头开始。不要感觉到你正在失去一些东西，因为你总是会错过一些东西的。

我过去常常想，如果我去度假，我将会失去一些很好的交易。“这可能是最好的交易”的思想，是一种可怕的想法。因为，人的一生会有一百万个绝好的交易，市场中永远存在机会。所以，我现在会利用更多的时间轻松地外出休假。

你在休假之后交易会更好吗？

我原来从不相信，但是现在我觉得是这样。在休假之后我更加清醒，但是我不喜欢回来后最开始的三四天，因为我必须要为了重新跟上步伐而不停地“追赶”。

你会为了一些交易的观点去旅行吗？

不。曾经想进行很多次这种尝试，结果反而分散了我的注意力。我认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察资金的流动更为重要。吉米·罗杰斯总是说踢开疲劳。但我不知道那是否是对的，因为在同样的情况下，在那里，你可能会忘掉对市场的立场而只关注一些不重要的逸闻趣事。但如果你观察资金流动，阅读并倾听市场告诉你的信息，那么你将会获得更多。

根据资金流动矩阵，你能看到世界前进的方向吗？

欧洲的走向成了一个非常有趣的故事。欧洲会使世界变成像欧盟一样吗？我不确定。德国是欧洲的发动机，但是法国出于政治原因，而不是经济原因，愿意充当“格利佛”。这样德国被迫转向东方，从而导致法国有点晕头转向。东欧是他们的墨西哥，那里的劳动力是廉价的、饥渴的、受过良好教育的。法国人自己并不想来推行改革，他们希望有社会安全保障，但是谁会为此来支付费用呢？法国人真正的问题就在这里。随着10%的失业率，他们还能从欧元中减轻多少痛苦？我不喜欢法国人，因为他们的骄傲自大导致很多问题，但是我担忧欧洲的分裂。对于我来说这是这个世界上最迷人和最重要的一个区域。

英国正在试图发现自我，同时他们也有可能倾向于自我毁灭。但是，无论如何，英国加入欧盟是不可能的。

我一直看好俄罗斯，即便是在他们货币贬值的时期。但是俄罗斯也确实有一些问题。这个国家有很多腐败现象，是一个盗贼横行的国家，他们的偷窃行为没有止境。普京正在做出一些积极的尝试，着手捉拿那些寡头官商的勾结者，夺回并没收他们的部分财产以用来提供社会养老。他们在这方面将会有积极进展，由于低税率俄罗斯有着当今世界上最好的税收体系。唯一的问题是，普京在关于私有产权保护问题上能走多远。从积极的一面看，他们的自然资源可谓是异常得丰富；此外，他们的前身——共产党政权曾有一个庞大的教育体系，培育了大量受过良好教育的人口，在这方面俄罗斯可谓是后起之秀。

对于美国，我不是很乐观。如果他们开始减少财政赤字，那事情就可能发生改变。每个人都说时代不同了，但是既是世界上最大的债务国同时又是世界货币储备国，就会出现问题。通货紧缩的唯一出路就是通过印发大量钞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票，但这一行为将对全球金融体系带来严重问题。

中国将永远是一个有趣的话题，但是如果认为在那里能大把大把地赚到钱，那就有点过于异想天开了。如果很多人在中国损失了一些财产，我不会感到惊讶。中国人做的事情，都是对中国自己有好处的事情。你越引诱他们，高深莫测的亚洲人就会越有耐心地等待你出错的那一刻。可能认为西方资本主义太反复无常了，他们做事情有自己的时间表。

全球化的部分问题是货币流动的速度，马来西亚在这方面很有意思。亚洲金融危机之后，他们对资本流动实施了严格限制。他们让资本进来，但是在其离开之前勒令征收出境税。我想，你将会看到更多的类似事情的发展。

你认为全球化进程在减缓或是扭转吗？

不，我不这样看。但是，人们需要做些调整，并且学会怎样接受全球化带来的负面影响，而其中之一就是资金流动的速度和规模。

如果我请你做一个以五年为持有期的交易，你会怎么做？

哇！这么长时间的交易，我做不好的。如果你强迫我，我将宁愿去东欧。东欧是我获取股票和房地产的第一选择。那里将会成为一个迷人的地方，因为那里有很高的教育水平，而且大规模的资本即将流入那里。欧洲人愿意将他们的钱放在自己家里，他们喜欢稳定。东欧将具有令人难以置信的潜力，去捕获那些欧洲人的钱财。

在过去的所有时间里，你最得意的交易是哪次？

那是在1987年股市暴跌的时候。那时我正在管理一支基金，我感觉市场即将暴跌，所以分别对欧洲美元期货构建了多头和对标准普尔指数构建了空头仓位。当时，我已经察觉出熊市的到来，因为德国人提高了他们的利率，这相当于向每个人的投资计划里投放了一个破坏性因素。实际上，我是在那次风暴的前一天才建仓的。信不信由你，多亏了我那张图表，它正好契合了我的熊市偏好。

我没有持很大的份额，但是市场行情是如此邪恶和疯狂，以至于刺激我尝试要坚持下去的信念。我没有在标准普尔指数构建的空头上停留很久，赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一点就出场了。但是，在那天高开的200个基点的欧洲美元期货上我仍然坚持下去了（参见图10-2）。

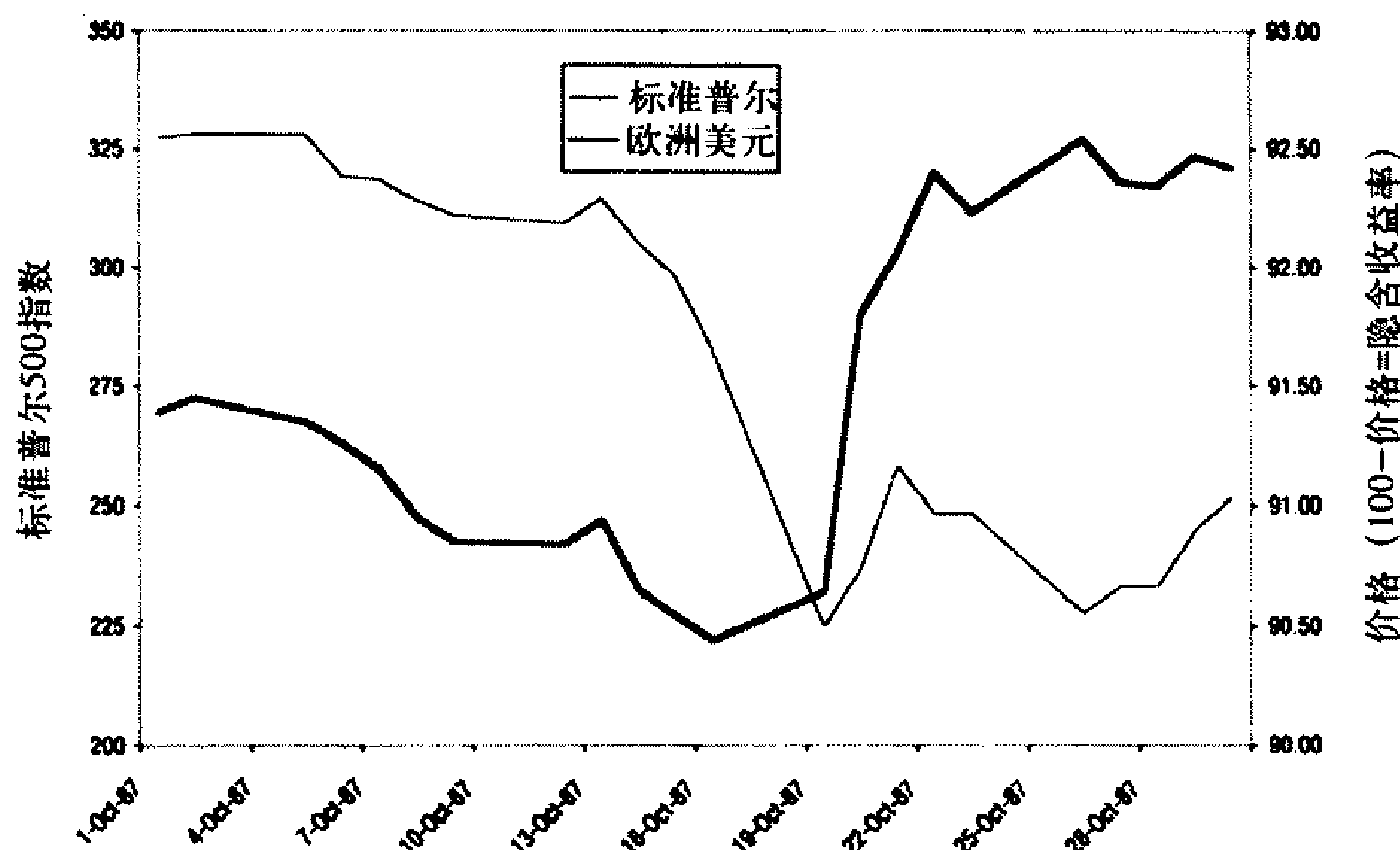


图10-2 标准普尔500指数和欧洲美元期货，1987年10月

资料来源：Bloomberg.

在交易所里，黑色星期一是什么样的？

那是阴森可怕的。因为你根本不知道事情未来进展的严重程度。每个人都明显地受到打击，但是你并不知道伤害有多严重。我在货币贬值和市场崩溃的时候都继续交易，但是从没有看到过别人像我那样，那一天能通过票据交换赢得那么多收益。陷阱是虚的，实际上交易标准普尔指数后来反而成了一个很好的投资机会。由于其他人都不愿意做，于是我介入了标准普尔指数的交易，并开始做市。利润差价达到了让人难以置信的丰厚，仅仅挠头就可以轻松地赚到钱。坦率地说，我不忍心这样。我记得我曾经对我妻子说过："我拥有了真正美好的一天，但这说明不了任何事情。"我真不敢确定，这样的好事未来还有没有。

真正的黑色星期一，让我想起了"9·11"的情景。"9·11"后的3周内我都没有做交易，因为一点胃口都没有。"9·11"一发生，我就清仓了所有头寸并购买了瑞士法郎，那是一个典型的法西斯交易。把钱放在瑞士，让人很有安全感，你知道瑞士不会被攻击，因为世界上任何不干净的人都有黑钱存在那里，没有人会愿意烧掉自己的钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你有没有赔本的年份？

哦，当然有。曾经有好几年，我很顽固，背离了我的交易原则；有好几年的时间我被市场修理得很惨；同样有好几年，我自认为我的意识超前市场。

不过谢天谢地，我没有破产。我宁愿相信我的操作策略太保守了，这也是我为什么没有输到底的原因。我可能会莽撞一次、两次，偶尔也会有第三次，但被市场教训后，我不会用头去撞墙，因为我不想被踢出局。我对钱非常尊重——这同样来自于中产阶级的敏感。

交易所里有人会抱怨错过了好的交易，我会跟他说："就这样吧，只要你还知道怎样承受损失，那就足够了。"当一天结束时，你就会发现我这句话百分之百正确。你不要担心会受损失赔钱，因为还有比这更糟糕的——你也有可能会被市场踢出局，而且再也没有机会回到这个行业里来了。也许你认为你比市场聪明，那你也没有机会。千万不要太顽固，要注意倾听市场。你有时会因为一些诸如"9·11"之类的无法预测的事情的发生而损失钱财，这没有什么大不了的。

你为自己和为客户管理风险的方法一样吗？

你一定不希望是这样的，但是，的确就是你希望的那样。对于自己的钱，我唯利是图，但是对于别人的钱我总是很谨慎，可以说完全是另外一种管理方式。最好的基金管理人对客户的钱，也会有更强的唯利是图的欲望。

起初，当你成功地经营你自己的钱的时候，你变得更加小心谨慎。一些最好的基金经理也仅仅是做过基金经理，因此他们日薪水是多少可以被预见，他们薪水的多少取决于他们的基金能赚多少钱。显然，这与很多成功运作自有基金的资金管理者截然不同。

当你构建资产组合时，它是足够分散的吗？还有，当你在年内寻找到三四个绝佳的交易机会的时候，你趋向于将资金分散化吗？

我做了很多小规模的交易，我将一直持有这些交易仓位的头寸不动，但是当我像雷达一样关注于三四件事情的时候，那就是我做的最好的时候。我仍然会关注其他交易——那些被我称为"附属交易"，但当资金流向少数板块时，我更喜欢瞄准三四个领域。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我不集中关注少数领域而是广泛投资分散化组合的时候，我突然意识到自己的投资头寸竟然多达12个，但这时我已经管理不过来了。尽管在这些小规模交易中我没有赔钱，但这是一件非常恐怖的事情，你会厌烦这类蝇头小利的交易。

作为一个全球宏观操盘者，你为什么在芝加哥商品交易所交易?

我在这儿做交易，因为这是我获得教育背景的地方。我不能永远坐在房间里，我在这里可以方便地到楼下的交易大厅里去。当你整天只坐在屏幕前时，你的思维会变得很陈旧和迟钝，尽做傻事，或者是卷进本不应该的麻烦中去。因此我在这里，可以到交易大厅，和其他操盘手交谈，使自己兴奋，并把握市场的脉搏，在交流中获得能量与灵感。

你认为对冲基金经理，只坐在远程办公室里，会产生信息不对称的劣势吗?

如果他们的规模足够大，他们会有自己的银行，并且有足够多的经纪人向他们反馈信息，这样一来，就没有劣势可言了。

但许多新手们不太懂的就是风险。他们来自投资银行，然后去做对冲基金。他们的交易习惯很差，也不知道怎样去真正管理风险。他们坐在电脑桌前，看着价格浮动涨跌、管理着订单，但就是察觉不到风险。没有任何方式比管理你自己的钱更能够教会你如何做交易。但是他们可以为像我这样的人创造机会。市场的最伟大之处，就在于它是一种表象下的客观力量。

谁是你见过的让你印象最深的交易者?

应该算是保罗·都铎·琼斯了，因为他敢对自己有信心的头寸一直坚持持仓。正如我前面所提到的，在我初始发行一支基金时，保罗大量持仓，因此我一直认为他很有眼光。他能够灵活处理和控制如此大规模的头寸，这给我留下了很深的印象。

理查德·丹尼斯给我的印象也很深刻，他是一个出色的交易员。他能比任何人都更好地增加交易头寸。当他以自己的方式工作时，他知道怎样去加仓。最大的成功在于他知道如何增加交易头寸，而这正好是我的弱点，我在交易中总是无法抓住一些好的订单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你一定曾看到过许多交易员在交易所里转来转去，有什么特质可让你判断出哪一位是优秀的交易员呢？

有街头智慧、聪明灵活，但不自负。

你也许有足够理由为自己的业绩感到骄傲，但如果你不能主动承认你所犯的错误，那么你在这一行就没有获得巨大成功的机会。在做全球宏观市场交易时，我80%的判断可能都是错的。我只希望通过良好的交易技巧，使得剩余20%的正确决策有高回报，并且这部分收益要远大于那80%的错误决策所导致的损失。实际中，我所做的很多交易都不太好，因为我总是在观察、探索，就像执行侦查任务时一样，派一些士兵出去探视前方发生了什么情况，但是他们却并不返回。

你认为芝加哥交易大厅还将会持续存在很久吗？

也许会，也许不会。无论是哪一种，我都会做相应的调整，这些年来我一直在调整。我喜欢全球宏观市场投资交易，它的确让我受益匪浅。所以我会一直随时随地做调整，从而可以检验不同的想法和理论，然后获得惊人的回报。在交易中，无论赢、输或平局，我都仍然觉得这种交易这让人沉醉与兴奋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

先　锋

吉姆·罗杰斯
量子基金创始人之一

吉姆·罗杰斯是一个响当当的名字，无需花笔墨介绍。他是全球宏观基金最闻名遐迩的人之一。他和乔治·索罗斯在1969年合作创立了著名的量子基金，在10年之内赚了4200%，而同期间标准普尔500指数的收益只有区区47%。从不害怕成为一只孤独的狼，罗杰斯总是一直不断地寻找那些狂野的、与舆论不一致的以及和主流观点背道而驰的观点。比如投资马来西亚的橡胶园、博茨瓦纳的股票市场，而那时的华尔街从业者都垂青传统的美国公司。为了发现那些被人遗忘的、被忽视的或只是未被察觉的观点，他在全世界范围内的跋山涉水。他甚至因最长的连续汽车旅行而登上《吉尼斯世界纪录大全》(*Guinness Book of World Records*)——那是他第二次这样的冒险，紧随早前的骑着摩托车在全球范围内旅行的足迹之后。那次旅行使他写成了他的第一本畅销书《投资骑士》(*Investment Biker*)，而他的第二本畅销书《冒险资本家》(*Adventure Capitalist*)则叙述了他在全世界范围内的汽车旅行。

的确，在他最近的礼物——《热门商品投资》(*Hot Commodities*)中，罗杰斯再次声称，尽管最近商品市场的价格上扬，但是我们只是处在商品市场长期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

牛市的起点，该牛市可以延续到2020年。他认为历史站在他那边。根据他的分析，他注意到从历史上来看，牛市已经维持延续了15～23年。“有一天农民和伐木工人可能会登上《财富》杂志的封面，得克萨斯州大学的入学人数可能比哈佛商学院的更多，并且财经电视频道CNBC可能会成为一个商品频道。”他说。

这个亚拉巴马籍的美国人已经习惯于坚守极长期的观点，比如，勇于承认自己在交易中的不足之处，但是这并不意味着他不愿意积极地去赚钱。在1998年，他创立了罗杰斯国际商品指数，而罗杰斯国际商品指数自从创立起已经上升超过两倍，这使得它成为世界上业绩最佳的指数之一。

尽管罗杰斯具有冒险的天赋，善于抛头露脸，但是他给人的印象是典型的全球宏观策略交易者，因为他总是乐意投资全世界的任何地方、任何事物。对于他来说，投资就是追求高收益，不管他是投资于密尔沃基市还是马拉维，不管是持有股票、债券、货币或者商品的多头还是空头。

我在他的家里跟他会面，他的住宅是一座位于纽约上西区的维多利亚式大厦，在他家里可以俯视到哈得孙河的景色。他在1977年以105 000美元购得此房，当时正是住宅市场崩溃不久后。在那时这是个同舆论格格不入的想法，而现在此房的价值据估计已经超过了1 500万美元。自从我还是一个学生时，我就对他的书以及他在投资圈的传奇地位了然于胸，因此我渴望问他有关企业的历史以及一些他经历的重大事情。他浓重的南方口音和标志性的蝶形领结暗示了他是一位温文尔雅的绅士，他并不是我所看到的精力充沛的、使人着迷的、在我们讨论期间可以同时做三件事的人。他家里的动物毛皮、花瓶、地图以及其他洋溢着中国特色的东西堆积在一起，当我目不暇接地观看满屋的古董时，罗杰斯问我：“你介意我在采访的同时健身吗？”

我跟随他进入被他当成体育馆的日光浴室。罗杰斯系上护耳滑雪帽，接着戴上印度尼西亚的农夫帽、手套，然后爬上他的平行自行车。他利用别在他前面的膝上型轻便电脑发电子邮件。他的脸部因自行车的巨大压力变得有些扭曲，这不影响他继续告诉我关于他的投资生活，他的旅行以及他的宝贝女儿。

你怎么理解全球宏观这个术语？

我不知道全球宏观的意思，或者至少我没有聪明到可以知道它的确切意思。我想全球的意思是世界范围，宏观代表宏观经济。因此，我知道那就是它的意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思，它是从整个世界的角度出发看问题的意思。这样说对吗？我通过了吧？

在全球宏观这个术语出现之前，你就一直进行世界范围内的宏观经济投资。你认为自从跨入该行业以来，投资风格发生了怎样的改变？

我总是在世界范围内投资——投资于各种事物，不管是商品还是货币、是股票还是债券、是多头还是空头。因此对于我来说，这只是一种生活方式。就我来讲，这是唯一的投资方式，我不知道还存在其他东西。从我在华尔街的早期到现在，我能记得，当谈论购买丹麦克郎这种东西时，华尔街的人感到十分惊讶和震惊。

因此，它是否已经发生了改变呢？我想，从没有这个概念发展成为现在人们常用的一个市场术语，这也许就是改变吧。我直到最近才听说这个术语——可能是听到你使用这个术语我才知道。就我看来，使用像全球宏观或小盘专家以及其他任何这类术语的人，都只是在玩弄市场噱头。

投资者，至少我观念中的投资者，投资于任何合适的事物，不管是英镑多头还是小麦空头或者是澳大利亚石油公司股票的多头，这只是一个人应该做的事情。一个人不会闲坐着说："我是全球宏观型的投资者"或"本基金的投资风格是专注于中小盘成长型的"这样类似的话。我从来没有那样投资过。当下一波大萧条到来时，这些术语都会消失，这可能发生在这个十年当中。

你认为类似全球宏观或小盘股票这类的术语是有局限性的吗？

术语当然是有局限的，但他们这样做可能是因为他们本身就是受限制的人——也许他们是受限制的投资者。我会讨厌别人对我说："你只能投资于美国的小盘股票。"我不会在某一方面做过多的快速投资。我拥有超过30个国家的各种投资，多头与空头兼具。自我设限是个笨蛋。

这就是我们为什么开始看到共同基金业出现萧条的原因吗？

是的，同样也是因为现在共同基金太多了。在过去的10年中有太多的人跑进了投资圈。任何时候只要这里有钱可赚——不管是阿拉斯加的黄金，还是加利福尼亚的土地，或者是得克萨斯州石油，人们都会冲进那个行业。在别人成功之后，每个人都进去，不久之后他们发现成功并不是那么容易。然后萧条就出现了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资界和金融界最近蔓延着淘金热。现在世界市场上大约存在50 000家共同基金和8 000家对冲基金。我向你保证，世界上不可能出现那么多聪明的29岁的人。在投资界赚钱并不那么容易，至少对于我来说从未容易过。因此鉴于许多原因，我们将会进入萧条。

你最近说对冲基金存在泡沫，能解释一下吗？

我们做的许多事情，都过了头。

然而，是否存在这样一个泡沫：当资金都向价格飚升的资产蜂拥而来的时候，人们过于去追逐价格而不是价值，这最终是行不通的，市场必将会反转？

这里已经存在价格上涨。你知道现在这些家伙怎么收费吗？当我还在那行时，我们收取资产的1%和利润的20%。而现在有些人不假思索地收取资产的2%或3%，利润的30%～50%。你在和我开玩笑吧？价格上涨特别严重。他们中许多人虽然没有什么显赫的业绩，但还是收取资产的2%或3%的费用。

泡沫不止以一种方式显现出来。人们提高工资后造成补偿性的泡沫，这当然也是其中一种表现形式。一些人现在所需要做的就是说“我是对冲基金”，并且他们得到了更多的钱。现在每一个人都在寻找可以投资的对冲基金。投资机构匆匆忙忙地寻找对冲基金，而这也太疯狂了。因此，从那种意义上说做得太过分了，不管你是否叫它泡沫。

如果你为投资机构献言献策，比如说一个保守的大学捐助基金，你会建议他们投资哪里？

商品和非美元资产。

是五五开吗？你怎么划分比例？

如果我在1982年就告诉普林斯顿大学的信托委员会投资一种S＆P指数基金，他们会把我赶出小镇。但是，那是他们本应该做的。

而现在，2005年，他们应该把大量资产投资于商品市场，通过某种商品指数基金，这可能是最好的投资方式；通过一个资金管理者，从传统上看并不是最好的投资方式。他们应该把大量的资产投资于原材料。多大比例，我留给你决定，但其余的资产如果还有剩余的话，应该投资于非美元资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

捐助基金应该维持几十年，而美元并不能维持几十年。因此，任何人把大量资金投资于以美元记值的资产，都会在未来的几年里吃尽苦头。

我女儿现在18个月大。我女儿也有个银行账户。她没有开立美元账户，而是开立了一个瑞士银行账户，因为她知道当她25岁时，美元不会给她带来任何好处。

她18个月大，就知道美元是个糟糕的投资了？

我希望她知道。她将来某天需要照顾我，因此我希望她投资正确。

你成为一个对美元的公开看跌者已经好几年了，从现在起美元还会下跌多少？

最终美元会下降很多，美国也会实施汇率控制。那是政客一直喜欢诉诸的手段。目前看来，美国政客希望美元下跌，他们鼓励货币下滑，认为这样做很好。这是一个在世界上任何国家都没有起作用的可怕政策。我建议你的美国读者要有爱国心，帮助并支持政府卖掉美元，把资金从本国转移出去。

它会下滑到多低？话说回来，英镑曾经是世界的储备货币，它从顶峰下滑到谷底贬值了80%。从另一方来说，从顶峰下滑到谷底，美元对英镑就上涨了400%（见图11-1）。

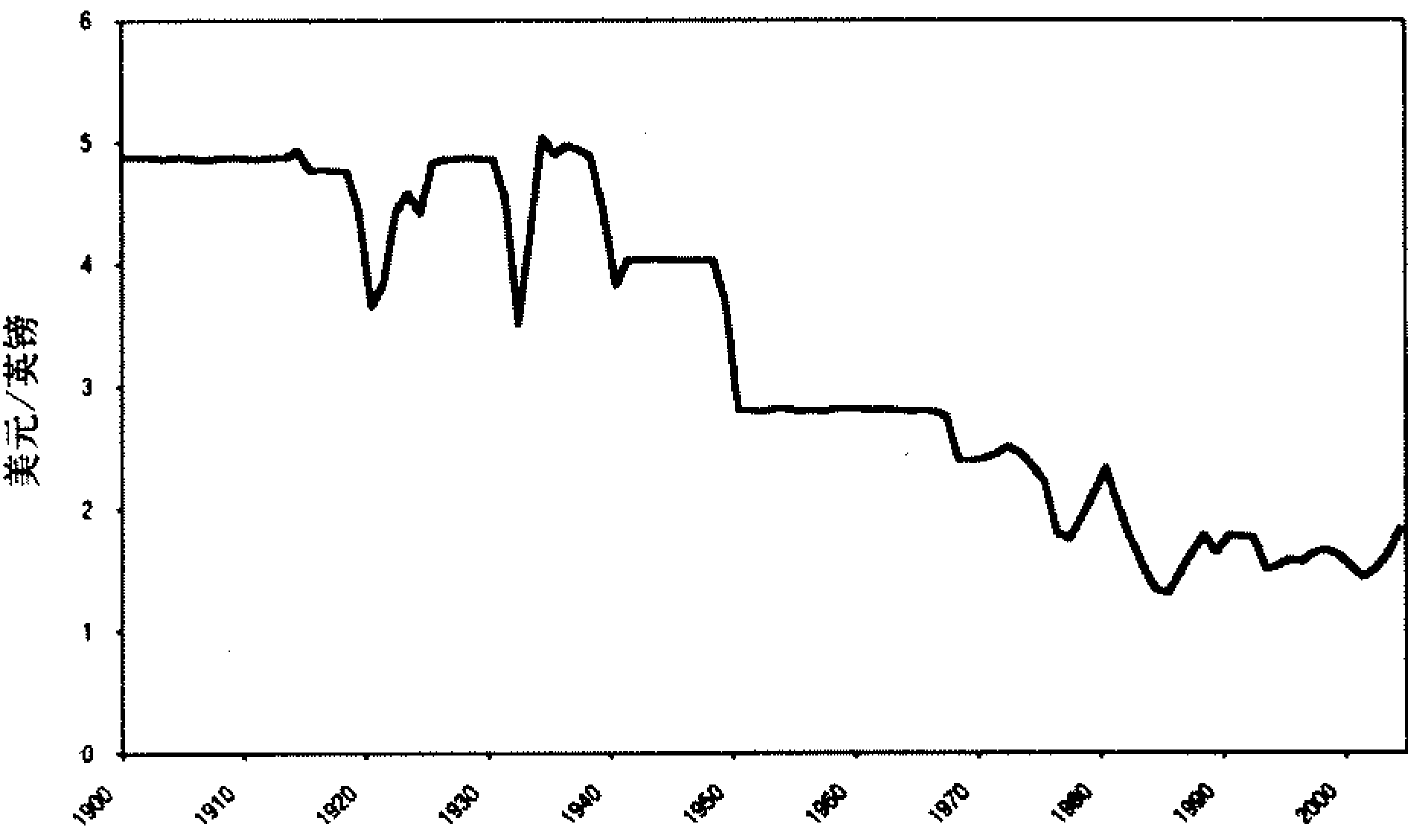


图11-1 英镑，1900～2004年

资料来源：Lawrence H. Officer, “Exchange rate between the United States dollar and the British pound, 1791-2004.” Economic History Services, EH.Net，2004.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似地，第二次世界大战后，日元与美元的汇价是1美元兑500日元。而现在是1美元兑100日元，因此日元升值了400%而美元贬值了80%。然而，日本仍然还是非常有竞争力的（见图11-2）。

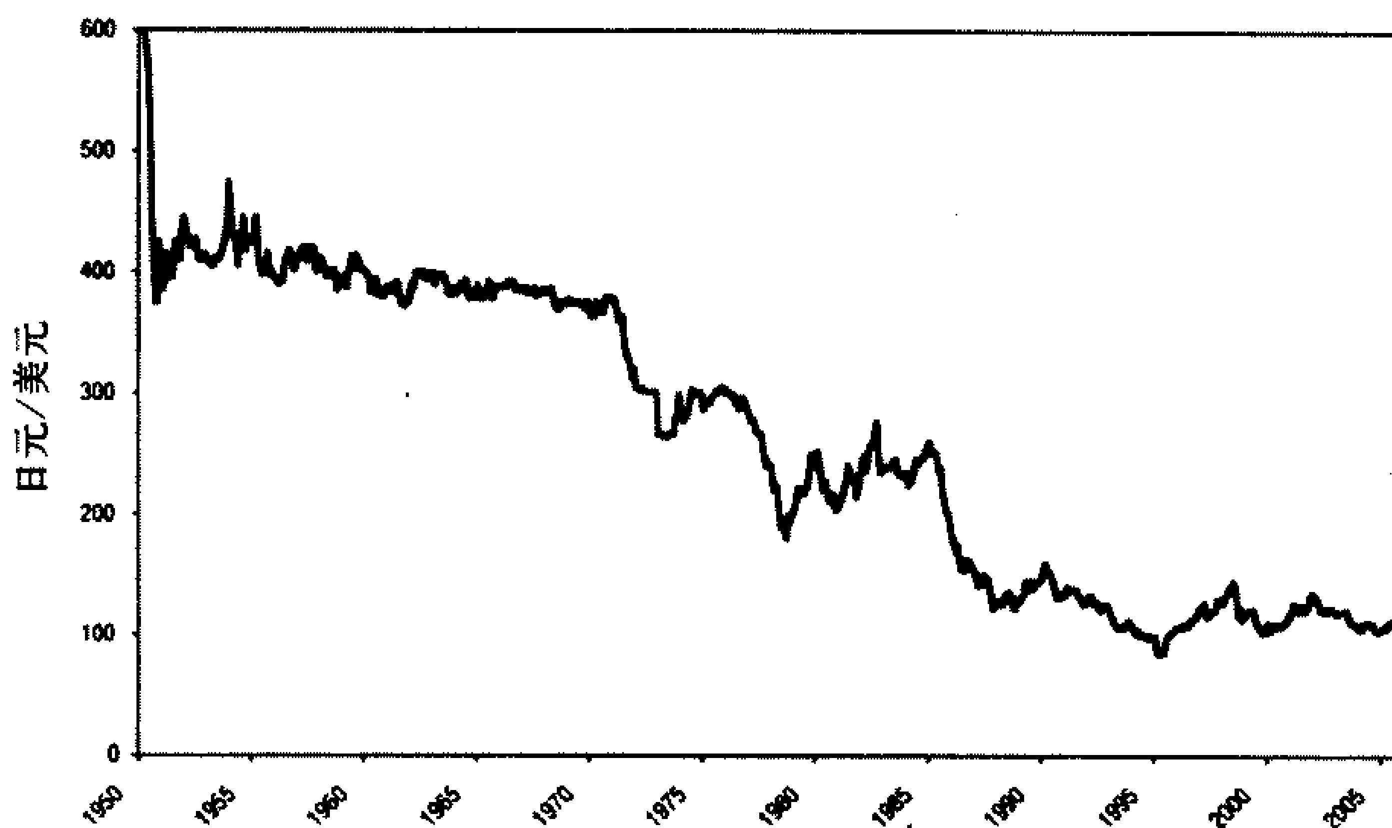


图11-2 日元，1950～2005

资料来源：CRB.

依我看来，在未来几年里美元肯定将会贬值40%～50%。当然，在一路下滑过程中，也会有上扬，而且一些上扬将会很大。在多年的熊市中，总会有一些事情导致大的上扬。

现在要说清的是，这并不意味着我们到时肯定会有竞争力。我给你举个日本的例子，即使当日元兑美元升值400%的情况下，他们还是存在贸易顺差。

美元会贬值到只有欧元一半的价值吗?

哦，当然。但是到那时，欧元会面临一些严峻的压力，可能会解体。我持有一些欧元，但我并不期待欧元还能存在15年。我拥有欧元，但是它已经成为政治货币，而不是经济货币。欧洲存在恐怖的人口问题，当美元贬值到那种程度时，欧洲将会受到重击。

欧盟应该为了减轻人口问题而接受土耳其吗?

确定无疑。现在欧盟能够做的最好事情，就是吸收土耳其。当他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近吸收10个新成员，他们带来了10个新问题，因为那些国家毫无贡献可言。

土耳其拥有与那10个国家人口加起来相当的人口，一种语言，还有较高生产率的劳动力。他们通过吸收土耳其加入欧盟，可以解决许多问题。因此如果我是欧盟，今天下午我就吸收土耳其为成员国。吸收土耳其对欧盟以及它自身的生死存活，将是最好的事情。

当然，他们不愿意这样做，是因为一个他们不喜欢谈论的肮脏的小秘密：土耳其人“不像我们欧洲人，他们的语言那么奇特，宗教那么奇特，皮肤也那么奇怪”。

你认为如果欧盟接受一个穆斯林国家对世界是件好事吗?

对，但那将是一个更大的议题。不幸的是，纵观历史长河，当事情开始出错时，政客喜欢利用宗教和外国人作为聚焦点。他们说：“我们所有的问题，都是因为那些外国人以及他们离经叛道的宗教造成的。”而这样的事情正在世界上发生。

基督教与伊斯兰教都并不存在本质上的问题，而且也没有构成它们发生冲突的理由，很让人惊讶吧？两个宗教拥有相同的上帝、同样的先知、绝大部分相同的教义，但就像基督教徒以耶稣的名义相互争斗杀戮了几个世纪一样，穆斯林也以穆罕默德的名义相互争斗杀戮了几个世纪。

让人们认为理查德·尼克松已死并不容易，但是要让人们为穆罕默德或耶稣而死却是可能的。在世界各个地方，宗教再次被政客所利用。这是可怕的悲剧，但它确实正在上演。

类似的，不管什么时候发生战争，政客们总说：“你可能不喜欢这样，这可能有点艰难，但至少要支持军队。”支持前线这些优秀的、诚实的美国或德国或者你所选择的国家的孩子们，而事实上这意味着支持我或不要批评我，否则就不支持军队。

你间接提到的即将发生的金融灾难，是由美国政客和政策所带来的吗?

让我们希望能避免一切灾难，让我们希望这只是一场危机或半危机。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是历史上的政客已经弄错了事情，把半危机变成危机，然后变成了一场灾难，因此我们只经历半危机的可能性甚微。

目前美国的对外政策正在世界范围内树敌，同样美国也在过度地使用我们的金融资源。这使得我们没有以前安全，并且使我们成为了敌人的征兵海报。我们很难从中得到解脱。

我们在地缘政治和军事上，都被极其过度地透支了。如果爆发其他事情，我们就无暇应对了。

你怎样看待下一个10年的金融危机？

我还没有足够聪明到可以预知未来。我确实知道的是，因为美元的弱势状态，货币市场将成为爆发任何事情的中心。美元成为世界的储备货币和交换媒介已经60多年了，现在正处于改变的进程中。美元是一种十分有缺陷的货币。我们是世界上最大的债务国，并且我们的外债正以每21个月增加1万亿美金的速度增长。计算一下。越来越多的人将会把资金转移出美国。我告诉我的女儿不要拥有美国银行的账户，其他人将会效仿此做法。

为什么30年期美国国库券的收益率低于5%？

因为亚洲中央银行的疯狂和惯性。当你采访日本的那些官僚主义者，询问他们为什么购买美国国库券时，他们会说："因为政策，而且这就是我们一直做的。"这种回答让人感到惊讶。债券市场的牛市起于1981年，终于2003年。但是可笑的是，他们的思维方式却还没有改变。

你可能不记得，但是让我告诉你关于债券市场最后由熊市转为牛市的事情。当1981年债券市场达到低谷时，美国债券年收益率为15%。一个新的长期的牛市正式拉开序幕，熊市已经终结。然而在1984年，3年之后，美国政府债券反弹，年收益率达到14%。熊市早已结束，牛市已经开始，但是3年之后债券市场行情却再次回调，并被确认是1981年的最低点（见图11-3）。但是就我所能看到的，现在毫无疑问债券市场中发生的就是，美国债券行情的好日子已经结束了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

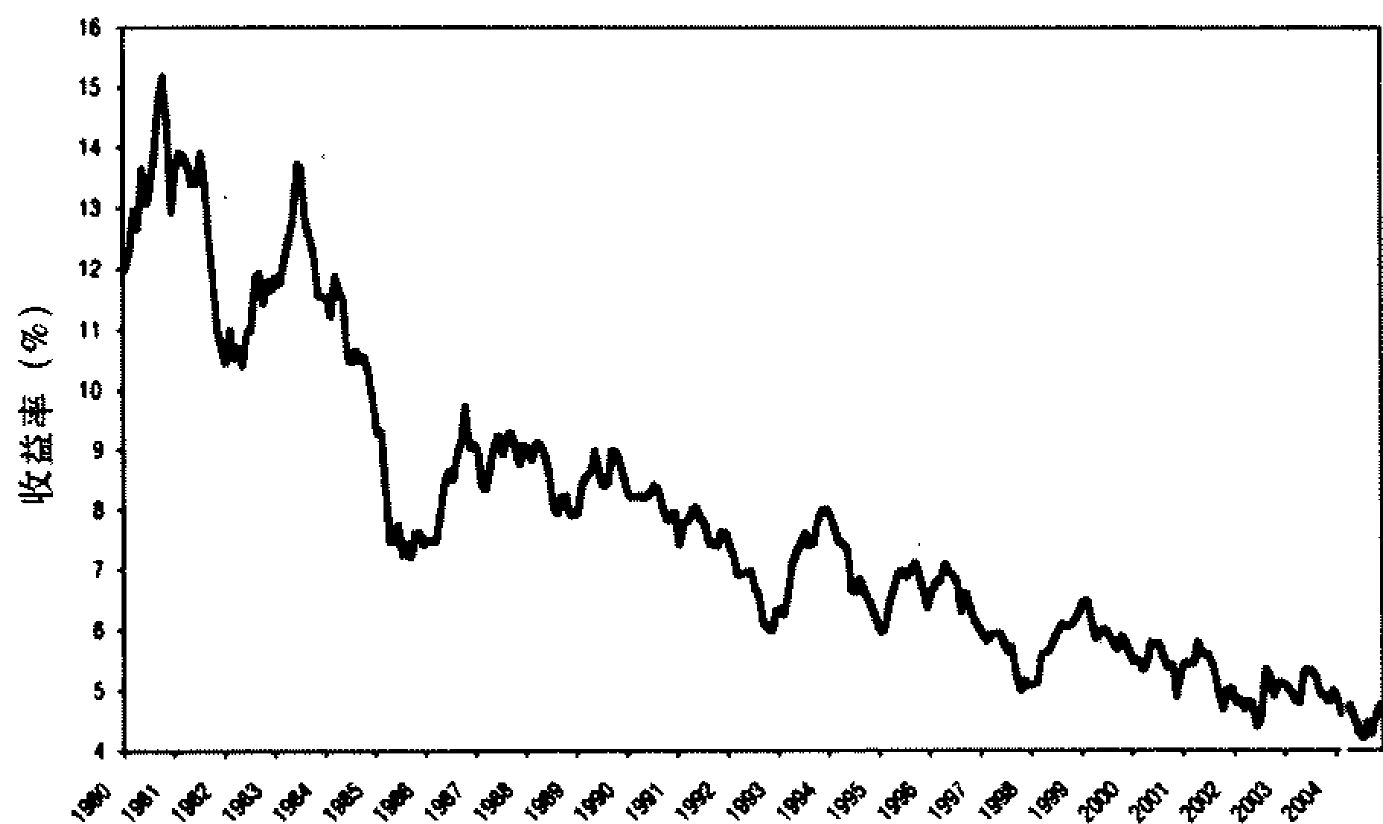


图11-3 30年期美国国库券，1980～2005

资料来源：Bloomberg.

是不是市场在走向它不可避免要到达的地方之前，总是喜欢先测试一下新趋势的置信水平 ？

我不知道市场是否会聪明地说：“让我检验一下有多大阻碍？”但历史反复表明，这样的事情发生得并不少。这是人类的惯性思维所致。许多家伙只是知道现在是这样一个债券大牛市，这就像日本央行一样，他们会继续购买美国债券——直到他们不能忍受债券下跌所带来的痛苦，并承认行情确实变了。

你曾经说过市场几乎总是错误的?

对。我并不是第一个观察到这件事的人。不管什么时候人们处于市场的某一方，几乎总是被事实证明是错误的。我们人类在数百年内都没有发生改变，因此我们还在被同样的恐惧和志向所引导。

通常来说，某事物经历20年的上扬趋势或下滑趋势，是不正常的，应该将会发生反转。我现在谈论全景——不管什么时候如果某事物处于长期的高点，而个人陷入过度疯狂的热情中，那么就是选择另外一条路的时候了。

卖歇斯底里，买恐慌?

对，买恐慌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你现在购买什么恐慌?

就像我们说的，我持有债券空头。我现在这样做也许显得有点早，但是事情现在正朝这个方向发展。现在，我还没有卖掉美元，尽管我计划在未来的一两年内的某个时候卖掉更多的美元。我现在购买糖，棉花和橘子汁。

你怎么看待黄金?

我持有不少黄金。我期待在未来的几年里黄金的价格会变得更高，但是我期望投资于其他商品能赚取更多的钱。在未来的5年里，你在糖和棉花那里赚取的钱将比投资于黄金赚的钱更多。

你曾说过黄金是以前通货膨胀的保值手段。在你的投资生涯中，黄金作为一种投资工具发生了怎样的改变?

不管什么时候出现牛市，几年以后人们就会变得歇斯底里。他们认为："啊呀，过去5年发生的事情将会永远持续下去。"

在20世纪70年代，因为一些合理的供给与需求方面的原因，黄金价格上涨了。当黄金市场的牛市凝聚力量时，这吸引了每一个人。因此，在过去的一两年里黄金价格增长了两倍，就像纳斯达克在1998年和1999年发生的一样。每一个人尖叫着说黄金过去是，将来也是通货膨胀的保值手段，就像人们在1998年说网上支付公司和新经济革命将永远进行下去一样。

但是就像网上支付公司一样，黄金狂热者再次没有读懂黄金的历史。在过去500年的时间里，世界上每30年或40年就会出现新经济和新时代。如果有人回头追溯黄金的历史，他们就会发现在一些相当长的阶段内黄金价格没有发生变化，而在一些相当长的阶段——通货膨胀期间，事实上黄金价格却下降了（见图11-4）。

尽管一些人始终认为黄金是神圣的，但是黄金的神秘主义崇拜者的数量现在已经大大减少了。就认为黄金是一种神秘的物质而言，在20世纪70年代期间这一信仰确定无疑地发生了变化。绝大多数人现在都认为黄金市场并不是投资的良地。越来越多的人意识到黄金就像其他任何东西一样，服从相同的供给与需求原理。因此从这种意义上说，黄金这种投资工具确实发生了改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

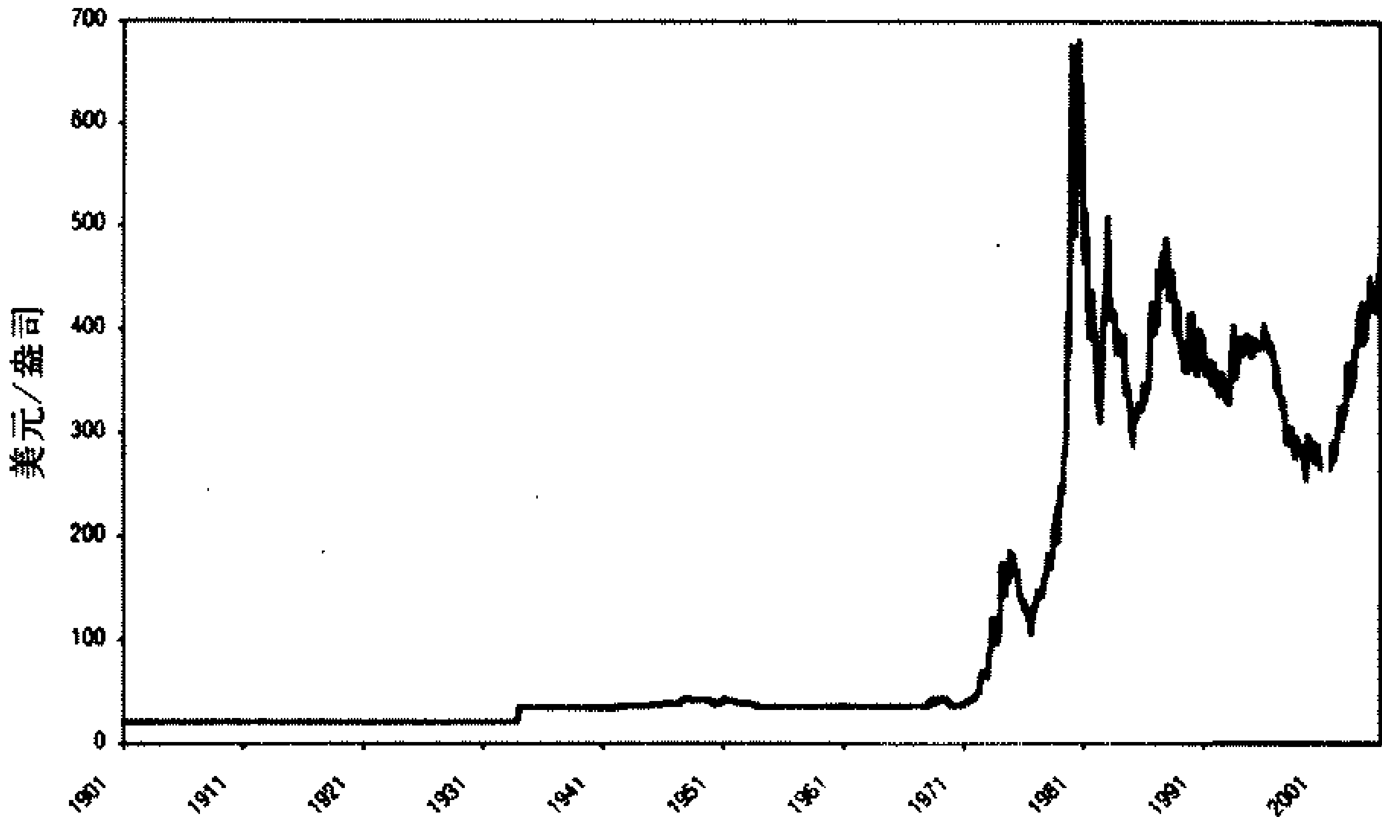


图11-4 黄金，1901～2005

资料来源：CRB.

现在的投资周期，是不是使你想起了20世纪70年代？

对，但是不仅仅让我想起了20世纪70年代，更让我想起了历史上当供给与需求出现问题时的许多其他阶段。回过头去看，你会发现在过去的100年、200年和500年中，我们经历周期性的、长期的商品市场的牛市后，迎来的都是周期性的、长期的商品市场熊市。类似的，我们经历了长期的股票市场熊市之后，紧接着是长期的股票市场牛市。我可以告诉你为什么会发生这种事情的理论，但是有谁在意我的理论呢。

我关心。

我举个凯洛格（Kellogg）公司的例子。在20世纪90年代，凯洛格是一个大公司，是一只好股票。凯洛格的股票上涨了许多，因为凯洛格控制住了不断降低的原材料成本，不管是小麦、谷类、纸类、铜，还是其他任何东西。因此成本受到控制，它就可以扩大利润从而让股票持有者开心。

当商品市场出现牛市时，相反的事情发生了。控制成本已变得不可能。即使一个公司尽力保值，但绝大多数时间都无济于事，因为保值部门的人只知道商品市场熊市带来的好处。因此在遇到商品市场牛市时，原材料价格不断波动以及上涨，利润空间被压缩，股东利益受到伤害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，我不知道正确与否。这是我的理论，但是事实就是它总是那样起作用。

历史中最重要的是知道何时投资这件事吗?

投资中最重要的事情，是低买高卖。

在金融界中，有许多人甚至都不知道历史这样的事。他们认为当他们在美林、德意志银行或任何其他地方露脸时，金融市场才创造出来，并且人们都在赚钱。

对于我来说，历史是重要的。要在金融市场取得长期成功，你必须懂得历史。长期的成功故事，是由那些通过阅历、阅读并了解历史，以及理解市场怎样运作的人谱写的。

如果你想了解历史，那么应该观察大约最近100年的世界的演变地图。你会发现世界总是在变化，任何我们自认为我们现在知道的东西，10年以后就将不是这样了。这种思维对我的投资工作帮助巨大。

我知道总是会发生泡沫，而且它们总是看起来一个样，这是最该死的事情。人们在泡沫中总是重复说：“这种新技术将改变世界。”或“你不理解正在发生什么，你这个老顽固。”在历史上的每次泡沫中，所有事情都在老调重弹，不管是商品、油轮还是债券。在这种自我欺骗中，人们总是会变得那样歇斯底里。聪明人赚钱，总是会留下一部分没有赚足的钱而提早出局，因为他们不相信自己总能卖在最高点。

你总是对泡沫押注吗?

对。但是，就像我所说的，正确选择时机是件难事。我记得1979年的科威特泡沫危机。我希望卖空，但是多亏安拉我没有那样做。他们不允许外国人做任何事，这让我躲过了一劫——幸运的是，我确定自己本来应该会在那场泡沫中损失至少3倍的资金。那是有史以来最好的一笔交易。

你曾说过中央银行官员总是错的，你也喜欢对他们的政策押注吗?

他们几乎总是错的。我意思是，记住他们是官僚主义者。如果他们能得到一份干实事的工作，他们不会为政府工作。看看格林斯潘，他是官僚主义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者。他做的每一件事都失败了，那就是他一直尽力为政府工作的原因。看看他的职业生涯，以及他作为一个中央银行官员的历史——可以说是一团糟。

道德风险是不是现在世界上最大的问题之一？

我不会闲坐着担忧道德风险，但是帮助人们摆脱财务困难，总是一件错误的事情。看一下日本——他们已经帮助他们的人民摆脱财务困难14年了，同时又支撑着那些奄奄一息的公司。如果他们任由那些公司倒闭，那么在过去的10年日本将会取得更大的成功。

有趣的是，格林斯潘总是一直不断地对日本说："你们为什么不革新你们的系统？为什么不让公司倒闭破产？你们为什么不停止支持银行？"然而，他自己却在美国做同样的事情。他把利率削减到1%的水平去拯救每一个人，并且在长期资本管理公司事件中竭力帮助自己的好友。

运用政府权力竭力挽救某件事，但是却帮倒忙，结果让事情变得更糟糕。这样的例子在历史上举不胜数。你必须切掉胳膊来治病，否则会殃及全身——最终整个人都会死去。

你认为自己属于奥地利经济学派吗？

从扣帽子这方面来讲，我认为自己适合这头衔。

我听说过你说自己不是一个优秀的交易员，但是，似乎你经常能捕捉到那些对你的结构性偏好不利的短期反转。你是怎样做到的？

我认为，我因为交易错误而损失了足够多的钱，但我也因此学会做得更好。如果我已经在交易方面变得更为熟练老到，那是因为我犯了足够多的错误。不管某事在何时处于真正的冲击中或是突然高升而登上了《纽约时报》的头版，也不管从长期看你对它有多么赞成，你还是有必要反转交易一阵子。比如，最近建议进行美元交易的文章已经在《纽约时报》的头版出现三四次了。就像你们已经听说过的，我对美元行情特别看跌，但是我也会足够理智地认识到当流行媒体报道建议美元交易时，我就不应该进行卖出美元的交易。

你所说的这些，在商品市场交易方面也同样适用吗？

不，我不这样认为，你看一看几个交易就知道。现在糖的价格低于它历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史最高值的80%，而棉花的价格也低于它历史最高值的60%，银的价格低于它历史最高值的80%，黄金的价格低于它历史最高值的60%，大豆的价格低于它历史最高值的60%。甚至石油的价格，如果经过通货膨胀的调整，也低于它过去价格的50%。因此我很难把商品市场上正在发生的一切跟泡沫联系在一起。在每一个牛市和熊市里，都存在短暂的停顿和巩固。我希望某个商品市场不久之后出现泡沫，那样我就会购买更多的商品。

你以前说过当中国硬着陆时是购买更多商品的大好时机，这种说法登上了《商业周刊》的封面。

那是我的计划，但是它也许不会那样发生。我期待中国出现硬着陆，那样将是购买商品的下一个大好时机，而中国可能是你的最后一个大好机会。在这过程中会出现一些实际的挫折，但是我们处于一个长期的巨大牛市——那是你怎样赚钱的地方，也是我怎样赚钱的地方。

你是不是总是计划交易，然后根据该计划进行交易？

当我尽力做某事时，我是有原因的，尽管有时我会等待。有时我会预期波动，有时会发生一些我没有考虑到的事情。

比如，以航空公司为例子——我现在购买航空公司的债券。现在航空公司债券的收益率是16%～20%。我在两三个月之前在石油价格将突飞猛涨时，就购买了航空公司债券。顺便说一下，我也对石油行情看涨。当石油泡沫阶段性破灭时，航空公司债券就会崩溃，而我购买航空公司的债券就是基于该产业正在达到低谷。如果我预期正确，我就会在短期内赚取15%或20%的收益。与此同时，如果我错了，那么当航空公司重组时，至少债券持有人将成为航空公司的新所有者。

因此在这个例子中，当时，我并不是闲坐在那里期待购买航空公司的债券。但是在几个星期之后，我注意到了在我的投资历史中已经被注意好多次的事情：当行业中的每一个人都在亏损而有一些公司破产时，那么通常该行业就处于低谷。因此要么消失掉，要么将来会回转。

你从哪里获取进行交易的点子？

从《金融时报》、《华尔街日报》、《红鲱鱼》、《经济学家》以及游览街道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得所需的信息。在以上这个例子中，通过乘飞机，我发现都是满座的，甚至有时很难预订座位。我知道他们都在亏钱，再把这两个事实放在一起，根据推理就可得出行业可能处于低谷的结论。

因此你没有魔杖或者秘方?

我希望我有魔杖！我的天哪，生活不会如此容易吧！

你怎样构建你的投资组合？是否存在一些你使用的现代构建投资组合技巧?

没有，没有。我对那种事情绝大部分都不知道，不理解。我的投资组合是构成整体所必需的，随着机会的增加而发生改变，不管是事先计划好的还是没有计划好的。我只是采取行动，如果事情发展到意味着我必须结束交易时，我就会结束交易，但是我通常没有遇到那种问题。如果我决定购买航空公司债券，但是没有足够的资金，那么我就会卖掉某些东西。从理论上来说，当我认为某些头寸成熟时，我会平仓。

我没有头寸设置委员会，因此我没有必要每个季度都汇报资金配置情况。事实上，我自己都无法向你说出我的资金配置情况，我也不希望知道自己的资金配置情况。任何知道自己究竟值多少的人，实际上不会有太多的钱。我不会闲坐着去琢磨去年或者上个月我究竟做得怎么样，也不会去理清我在各个地方投资的比例究竟是多少。我在我自己的脑海中知道这一切。我知道什么时候去平仓，什么时候去建仓。但是，只有在心中有清晰的全景时或者在心中对持有某事物多头的想法已经有好几年时，我才做这些事情。换句话说，我将来没有必要担心该交易，没有必要再进行交易或者选择时机。事实上，我不擅长时机选择，尽管你对我赞誉有加。

如果你充分投资，而大部分头寸因为市场恐慌而不是基本面因素而被套牢，那么你该怎么做?

最近我没有再充分地使用杠杆。我已经不再那样做了。我会把头寸束之高阁，并且总是存在着利用杠杆进行新交易的一线机会。曾经有段时间我充分使用杠杆，但是现在我在某些方面总是会留些余地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从你在量子基金工作以来，你的投资组合管理方式或者交易风格发生了怎样的改变？

我们过去充分使用杠杆。确实是充分使用杠杆！当我现在回想起那时我们利用杠杆的情景时，我会说："我们这些家伙那时到底是怎么回事？"然而，我那时并没有出现睡眠问题。回顾从前，我发现最主要的错误在于我们总是以为自己是对的。

回想那时，我总是太面面俱到了。如果我要拥有航空公司的债券，那么我会先考察所有的航空公司、拥有所有航空公司的空白表格程序、考察交易协会、参观过波音公司以及考察空中客车。我会先做很多的工作，每天都密切地观察它的行情走向。我会观察每一个基点的变动，观察每一笔交易——不是为了交易，而只是为了了解正在发生的一切。那些日子，已经一去不复返了，现在不会这样做了。那是不是因为我知识更丰富或者经历过更多的事情呢？或者是因为我更懒惰或更懒散了？也许都是原因。

你从和乔治·索罗斯一起工作的日子里学到哪些经验教训？

除了知道世界上有伟大的交易员和伟大的投资者之外，什么都没有学到。我懂得了我自己不是一个伟大的交易员。我所取得的任何成功，都来自我发现了那些正在发生着基本改变的廉价产品，然后购买它们。我总是做那种事，过去、现在和将来一如既往。

你认为市场上的那些长期成功是运气吗？

如果某人抛硬币100次，确实可能抛的都是正面。但是也存在很多这样的人，他们已经做出了投资决策，而且已经解释了为什么会做出这种决策，并且结果显示这是正确的投资。那么，你可以知道他们不仅仅是在抛硬币。如果一个人说："我将会因为那些原因去购买X。"而且在长达10年的时间里他都收益不错，那我很难把这叫做"抛硬币"。

在投资界你钦佩谁？

任何成功的人。

那些创立了美林公司的人是取得惊人成功的人。在20世纪20年代，当他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们说："我们将会把目光锁定在零售投资者身上"，每个人都嘲笑他们。话说回来，他们是一群天才，他们建立了一个伟大的公司。

麦可·斯坦哈特（Mike Steinhardt）已经取得了空前的成功。他成功的方式完全不同于我成功的方式，但是你必须钦佩他。

看一下罗伊·纽伯格（Roy Neuberger）。他已经100多岁了，还坚持每天去办公室，购买出售，然后回家。我曾经为罗伊·纽伯格工作了一段时间。我记得他坐在那里阅读杂志，并且放着音乐，然后他会说："交易厅有100 000股IBM的股票待售，要价379.5美金。"结果你发现交易厅内显示的交易价格恰好会是379.5美金。他已经锻炼出如此强的第六感，简直不可相信。我甚至不理解他在做什么，但是你必须羡慕干得那么好的人。

我羡慕那些能破记录跑完100米的人，但我不能做到。

投资界的一个美丽之处在于它非常简单。它不像在通用这样的大公司，在那里你必须每天工作，穿得体的衣服，说得体的话，参加适当的俱乐部。在那里，你要么做要么不做，但你从来都无法知道这是为什么。

投资界好像田径运动和运动员。如果你的股票涨了，它们就是涨了，够了！你是否上过大学，是否穿得体的衣服，是否打高尔夫很棒，都无关紧要。100米跑也一样。如果你比其他任何人都跑得快，没有人会在意你其他的任何东西，除了你跑得快这个事实。

因此与交易相比，你更喜欢投资？

交易并不是我观念中的乐趣。我观念中的乐趣，是追踪那些大的"宏观"事件，或者叫长期趋势，我过去都这样叫它。我记得20世纪70年代初我们写过的文章，谈到赚钱的方法就是购买长期趋势。人们会打电话向我们询问："你是说上帝吗？"长期趋势并不是人们在那种背景下使用的一个词。我想长期趋势是我过去所用的词，现在我应该把它叫做全球宏观——全球范围内的长期趋势。

在你捕捉过的世界范围的长期趋势中，哪种是你喜欢的？

我不知道是否存在一些好的趋势，当你问我喜欢的，那暗示着是成功的。我经常更喜欢谈论我出错的事，因为我从中吸取了教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我最喜欢的一次交易是20世纪70年代的国防股票。越南战争后，国防类股票被扫进垃圾桶——每一个人都讨厌国防股票，没有人购买国防股票，那时美元股票最受欢迎。我买了一大堆国防股票。

当时我32岁，被邀请参加一个宴会，席间一群能人闲坐着交谈，“我做这个”、“我买那个”。我记得我对在座的人说：“我购买洛克希德（Lockheed）股票，下面是理由”，话没有说完，我听见桌子另一端有一个知识渊博并很有名的人大声耳语：“哪个家伙居然会购买那种股票？”

这是我平生第一次遇到这种事情。在那里，我遇到了那些大人物和那个打击我的人。此外，每一个人都在谈论那些能获得50～100倍盈利的公司，而我却谈论一个破产的企业。顺便说一下，在接下来的几年里，洛克希德股票上涨了大约100倍。在那之后，一个听我说过那话的人打电话给我，我对他说：“现在你不应该购买洛克希德，你应该购买洛拉尔(Loral)公司的股票。”当时洛拉尔公司的股票卖2美元/股。

那人说：“我不能买低于10美金的股票。”
罗杰斯：“股票将会上涨到30美金。”
那人：“好的，当它上涨到10美金/股时，打电话告诉我，我会买。”
罗杰斯：“但是到那时将涨4倍。”
那人：“好的，当它再涨4倍时我会买的。”

他确实那样做了！这是我一生中见过的最糟糕的事。他真的等待股票又上涨了5倍时，才开始购买。我非常清晰地记得这两段小插曲，因为它们局部解释了投资界的狂热与愚蠢。

在投资界似乎存在许多人为的机会，因为资金管理公司有类似“你不能购买低于10美金的股票”这样的规则。

毫无疑问。很明显，我喜欢的另一个交易是商品投资交易。1998年年末，我创立了商品指数基金，因为我相信商品市场20年的熊市即将结束。你也许不会相信我过去在财经电视频道所受的嘲弄。他们都在傻笑、唾沫横飞、谈论网上支付公司，而我却坐在那里说：“我正准备建立商品指数基金。中国是投资的良地。”你知道故事的余下部分，那个基金已经变得很好。我可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以告诉你许多我的错误，但是你询问我最喜欢的交易。

我同样渴望听你说谈你的错误，以及你从中学到什么？

跳进我脑海中的第一个错误，是1980年我持有的石油空头，确切地说是发生在伊拉克侵略伊朗的那个星期五的下午。我太粗心，或者说我没有做足够的准备工作。如果我确定已经做了准备工作，我会意识到伊拉克军队正朝伊朗边境迈进。

那发生在我引退大约6个月之后，我也不再像我以前那样做细致的准备工作。我有点自傲，有点自以为是，那件事给了我致命的一击——“你最好做准备工作。”市场总是知道的比你多。

但是，你不是说市场几乎总是错的吗？

即使它常犯错误，它还是会每过一阵子就给你一巴掌，提醒你谁是老板。

你可能感兴趣的另一件糟糕的交易，发生在20世纪70年代初在我刚跨入该行业时。当其他人将要破产倒闭时，我还把资金增加了两倍，然后几个月后我损失了所有的钱。因为我原以为我知道自己在做什么，但事实上我并不知道。

我拿出我所有的资金在股票市场上购买看跌期权。我认为它将会崩溃，而事实确实如此。1970年5月份，市场经历了自1937年以来最严重的崩溃，而我再次把资金增加两倍。我认为自己是如此聪明，心想：“赚钱很容易。”

然后我认为市场将会反弹回升，因此我卖掉了我所有的看跌期权。市场就像我认为的那样上升了，因此我开始认为自己对市场有点了解了。在市场上升终结后，我希望再次购买看跌期权。然而那时期权费相当高，因此我再次拿出我所有的资金全部做空头。两个月后，我被摧毁的一贫如洗。最要命的是，我做空头的绝大部分公司也都倒闭破产了。但是这无关紧要了，因为当市场真正耗尽了它最后的上升反弹动力时，我已经没有呆在市场中的余力了。

我从这件事中懂得了，我对交易并不是什么都知道，即使是假定我比我周围的所有人都聪明。我要学的东西还很多。

你现在对大格局的看法是什么？

我对非洲市场行情看涨。它将成为另外一个长期趋势的游戏品种。我现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在始终持有我以前所持有的博茨瓦纳股票。不管我什么时候得到股利，我都会不假思索地投资那里。

在我第一次环球旅游回来后，就对非洲行情看涨，因为我知道没有人愿意投资那里。柏林墙刚刚倒时，那些非洲领导人很快得到了消息，并改变了他们的观点。

因此我充满热情地回到非洲开始我的第二次旅行。那是我第一次深入到非洲中部。这次我旅行路程更长，在32个国家停留过。我这次花费更长时间的原因是：第一，我喜欢非洲；第二，我计划去看一下我的判断是否对。

离开非洲时，我意识到之前许多令我充满信心的人，原来和他们的祖先一样糟糕，他们都沉醉于权力的腐败。他们是盗贼，骗子，罪犯。非洲有好的地方，但也有许多我原以为是好的可结果显示恰恰相反的地方。乌干达显示是个好地方，但并不是我原本希望的那样。埃塞俄比亚很好，安哥拉未来美好，坦桑尼亚也不错。

非洲的战争现在逐渐平息，因为没有人再支持他们。而在冷战时期，美国中央情报局和苏联克格勃曾向那里撒钱。

因此，我热爱非洲有许多原因。这里充满好故事，但是非洲的基本主题是他们拥有很多自然资源，而且我对原材料看涨。他们没有汽车工业，他们不能生产很多笔记本电脑；但是他们拥有许多原材料。如果我估计正确，原材料牛市将会再延续大约15年，因此财富将从非洲滚滚而来。许多故事将会非常壮观但并不持久，因为非洲的牛市不会维持太久。当商品市场的熊市再次来临时，非洲将遭受伤害。

很有意思你提起克格勃，投资界都担心普京会把俄罗斯带回到他的克格勃时代，而且你说他们没有钱，但是最近的油价上涨却让俄罗斯大赚。

的确他们从最近的油价上涨中赚了许多钱，但是绝大部分钱都流向国外。普京正在获取他所能得到的，但是他没有把钱浪费在非洲的独裁者身上。他不会那样缺乏理智。

普京是在无声的政变中夺权的。我不知道你是否听说过叶利钦最后的日子，他说："当他们来看我时……"而且他谈论了夺取他权力的集团。因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不是普京一个人，这是一次集团夺权，而且悄无声息，因为他们知道如果公开夺权，西方投资者会撤回资金。因此他们做得非常聪明，但是确定无疑的是克格勃重新夺回了权力。

当苏联倒台时，那些勇敢的、机会主义的大权在握者竭力攫取他们所能占有的财产。如果你管理伏特加工厂，并且头脑清醒，你可以大言不惭地说："这是属于我的伏特加工厂。"没有人会阻止你。那些工人一直为你工作，突然之间工厂就成为你的了。如果你确实更大胆一些，你说："这是我的化学工厂"。或者"这是我的石油公司"。那么那些就变成你的了。那些人主要是二三十岁或许四十岁左右的年轻人，他们确实窃取了许多国家财富。普京现在正尽力追回部分财产。

那些攫取了财富并且以为他们很聪明的人，现在在吃苦头。那些知道机会只有一次的人匆匆溜走离开俄罗斯，在伦敦购买足球俱乐部。他们没有闲坐着说："我是大天才。"他们知道他们当时是处于正确的时间和地点，而他们现在在列支敦士登或巴拿马。那些自以为他们有些天才的人，现在正遭受牢狱之灾，而且会失去一切。

你可以说一些在科技泡沫期间发生在美国的类似事情吗，像马可·古宾这样处于正确的时间和地点抛售股票然后购买一支篮球队的人。

确实如此。马可·古宾至少很幸运，当他还可以大捞一笔的时候他就退出市场了。我不知道他是否将利用篮球队继续赚钱。有许多那样的人，没有拥有在适当的时候退出市场的智慧，因此损失了一切。我知道许多人卖掉了他们的公司，把10亿美元收入囊中，然后公司就消失了。完全的消失了！事实上，那里再也不存在可以起家的东西了，但是他们兜里拥有了10亿美元，那是事实。我对此感到很惊讶。

我可以理解，你对俄罗斯是不看好的，或者你持有空头？

我持有卢布空头，但那发生在1998年。我在6月或7月的巴隆氏年度中期圆桌会议上谈到这个问题了。我说的第一件事是："我持有卢布空头，你们也应该这样。"我猜你知道故事的下半段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你那时肯定是在卖俄罗斯卢布

我让你自己去打听这件事。我所知道的是有人在买卢布。

俄罗斯现在还处于崩溃的过程。我认为俄罗斯的严重恶化将会成灾难，并且将继续破裂、分化和解体。是的，那里将会存在赚钱的机会，但是你最好脚踏实地，做一个机智敏捷、反应快速的人，因为这是不法之徒的资本主义。

你认为石油，商品，原材料的繁荣景象会持续多久？

牛市将一直持续到2014年到2022年之间的某个时刻。这并不是个预测，历史显示商品市场的牛市会持续15～23年，你可以拭目以待。

你持有商品产出国的货币吗？

我拥有一些。加拿大元可能是现在世界上最合理的货币。我持有世界上的12种或15种货币。不是因为我对每一种货币充满信心，而是因为世界上的领导人已经学会了怎样买选票。甚至瑞士也学会了买选票，但是至少瑞士法郎跟美元相比缺陷更少些。然而，我持有澳大利亚元主要是因为商品元素，而不是因为那些对任何人都一无是处的政客。

是鉴于相同的原理你持有拉丁美洲国家的货币吗？

对，我持有秘鲁、智利、巴西等国的货币。巴西在未来10年将会比它在过去做得更好一些。问题是巴西人总喜欢说："巴西是世界上下一个伟大的国家——它已经是而且将来也总会是。"哈哈，搞笑！因此，我对他们会成为下一个伟大的国家不报太大的信心，但是在接下来的10年或15年里，搭乘背后的商品牛市风，对于他们来说将变得比较轻松。

你怎么看待印度？

我在我的《热门商品投资》一书中，花了整个章节论述我为什么不在印度投资一分钱的原因。

你认为十年以后世界将会怎样？

非洲将会更加繁荣。中国会经历硬着陆，但是它会重新实现经济增长。油价将会达到150美金/桶，他们会为了获取石油而不惜在白宫草坪钻井。棉花价格将会变成4美金，而且会在中央公园种植。商品市场的繁荣将会达到极致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章

商品交易专家

德怀特·安德森
Ospraie管理公司

在我们刚见面的时候，身材魁梧、面带微笑并且和蔼可亲的德怀特·安德森解释说，他对此次访谈稍微有点谨慎沉默。德怀特·安德森是老虎基金以前的管理明星，也是商品专家和基础产业专家。他详细地阐述说，最近以来，其他人已经在尽力模仿他的风格。虽然安德森不再为资产超过200亿的大型基金工作，但是他的威望和获取非凡收益的能力，仍然在吸引市场去获得关于这位商品市场统治之王的任何消息。

自从创立Ospraie管理公司以来，安德森在市场上的影响力已经势如破竹、如日中天，连拥有数十亿美元资产的对冲基金联合体，都在尽力利用他对商品市场分析的卓越才能。“德怀特是我们的秘密武器，”安德森的首席交易员和老朋友，杰森·玛耶兹（jason mraz）向我们透露说。他的言外之意是没有人能够像安德森那样做的好，尽管许多人都在尝试模仿。究竟安德森做了什么会如此特殊？只是一大堆的基本的、自下而上的、传统的供给需求分析。不少交易员通过自上而下的分析进行定向型交易，但是安德森却通过向下钻研并挖掘出每一个商品市场及相关股票市场每一个数字的含义而开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始交易。为了追求稳固的风险/报酬机会，他飞遍全世界去搜集和编辑无穷无尽的数据，建立了非常复杂的金融模型。

他独树一帜的地方，不仅仅在于他在Ospraie管理公司获得的突出业绩。在前去为对冲基金传奇人物朱利安·罗伯森效力前，事实上安德森在企业工作，为全美各种各样的制造业公司提供咨询业务，是一家位于纽约北部的印刷公司的全职雇员。许多交易员都是通过投资银行的等级阶梯，或者观看办公室的电脑显示屏、在华尔街交易大厅工作而一步一步爬升的，但是安德森却不同，他在进入对冲基金市场之前在工厂接受培训。

安德森似乎是一个人见人爱的人，因此不难想象他在普林斯顿的大学里，与同学嬉戏玩耍、到处开玩笑、享受生活的情形。他的举止处处洋溢着这种行为本色，他乘直升机带上朋友和同事去阿拉斯加滑雪，或者去潘普洛纳斗牛，这些都为人熟知。但是当他开始谈论有关公司的事时，却一改往日的行为本色，宛若两人。他坐在椅子上身体往前倾、眯着眼睛，指着我问我是否理解他对商品为什么会固有地均值回复的解释，以及他在基础产业股票市场中屡试不爽的交易策略。当安德森一层又一层地向下深入时，他尽可能详尽地解释着他做得最好的交易，我点头表示赞同。他在家里处理细节小事，过滤掉杂音后形成综合有效的信息。接下来，他会出手持有头寸，而且他大规模地持有——他声称这是从罗伯森那里学来的东西。

我第一次见到安德森是在2003年3月，那时他在卓布尼全球会议上发表演讲，详细阐述他认为持有美国住宅股票是一件迷人交易的观点。但坐在下面的顶级对冲基金经理却满带嘲笑和怀疑地质问他，那时，许多人对泡沫破裂后的美国经济看跌，尤其是对不动产行情看跌。但安德森有条不紊地一一反驳针对他观点的每一个攻击者，直到一个与会者最后也承认了："德怀特，你把我从一个对住宅市场严重看跌的人，变成了一个坚定的看涨住宅市场的人。我打算出去后，购买一所大房子。" 安德森回答说："事实上，我对高档不动产看跌，我自己是租房的。"

换句话说，安德森的意思是房地产市场的顶端市场定价过高，但是相对来说住宅建筑公司股票却是便宜的。他集中关注低端到中级市场部分，他坚信这些市场势必得到巩固以及会获得增长。住宅建筑公司正在推出小型商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

店，这些小型商店已经统治了建筑业好几年了，而这正在改变市场的驱动力。当另外一个与会者询问他怎样规避交易风险时，他不假思索地回答："回去持有汽车制造公司的股票空头。"

住宅建筑公司的股票，尽管业绩在头两年已经比标准普尔指数表现更好，在安德森发表演讲两个月后又获得了50%的业绩，但是汽车股票价格却下滑。对于安德森以及Ospraie管理公司的投资者来说，这是他们在市场搏击中得到的又1分。

你是怎样进入该圈子的？

请听我细细道来。我在普林斯顿大学念历史专业，结果误打误撞进了法学院，因为那是文科专业应该选的。在我大四那年中期，我忽然幡然醒悟，陷入一阵恐慌，心想："我可不想当一名律师！"

因此我为了找工作而接受一次次面试，并且收到了各种行业的聘用通知。我接受了一家叫做全知的计算机软件和咨询公司的聘用通知，它有一个部门负责与制造公司做生意。他们选择了我，事实上是因为他们需要一个与他们已雇用的所有其他工程师具有不同背景的人。

这要回到20世纪80年代，那时所有的话题都是关于日本击败美国以及美国被掏空。当时《情到深处》是部大片，片中约翰·库萨克说："我不想购买任何生产出来的东西或卖的东西，也不想去生产任何东西。"事实上，我觉得自己能做点事的想法打动了我，因此我接受了这份工作。

情到深处

我不想以卖东西、买东西或生产东西作为我的职业。我不想去卖任何买来或生产出来的东西，或者去买任何卖的或生产出来的东西，或者去生产任何卖的、买的、生产的东西，或者去修复任何卖的、买的、生产出来的东西。作为职业，我不想做这些事。

资料来源：Lloyd Dobler(played by John Cusack)in *Say Anything*(1989).

在全知，我与好多公司做交易。我服务过的公司有：俄勒冈州尤金的一家水果公司；德克萨斯州的沃思堡的一家高尔夫俱乐部生产商；阿肯色州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Little Rock的一家估价公司；西维吉尼亚州帕克斯堡的卡车与拖车公司；新泽西的一家乳品公司；波士顿外的一家小虾公司；最后还有纽约北部地区的一家纸业公司。这家纸业公司叫做阿姆斯特丹印刷和平板印刷公司，是纽约一个叫做阿姆斯特丹的小镇中最大的雇主，那个镇犯罪率极高、失业率高、文盲多、吸毒者泛滥。

当我接到一个聘用通知，作为全职工程经理帮助贯彻实施被推荐的改革措施，我在那里工作了一段时间。作为一个顾问，你的工作内容往往是进入、提供建议，然后离开。我事实上是希望执行一些我们的点子，看看是否存在价值。因此我接受了这份工作，在那里工作了两年，我帮助他们改变了车间操作的方法。在那里工作期间，通过学习我参加了生产和库存管理资格证书考试，那相当于制造业领域的注册金融分析师或者注册会计师考试。

负责一个私人、传统和古老的公司以及在那种环境下管理年纪比我更大的人，实在是人生一次有趣的经验。同样有意思的是，公司终于意识到某物的购买价值而不是它的成本，比如存在严重的雇员跳槽问题。如果有人工作3年之后，他或她因为能够多获得每小时25美分而离开公司时，该公司会以相同的起始工资雇用其他人。他们认为这样的交易是无成本的，但是其实他们损失了3年艰苦换来的经验，而这是有成本的。公司同样有一些典型的管理错误，比如公司的高级职员有停车位，但工人却没有。

一段时间以后，我开始思考："这就是我一生所希望做的事吗？"我观察我朋友的职业，那些最喜欢他们自己生活的人的职业是自营买卖交易员。我开始利用业余时间在纽约州北部阅读金融书籍，《一个股票操作员的回忆录》，《虚荣的篝火》，《市场奇才》，《金钱大师》——我能够借到的任何金融类的书。

于是，接下来我的人生计划是，先进商学院；在自营交易部门找份工作；在卖方位置工作10年丰富我的知识、经验、社会关系和交易记录；然后，转向买方位置。

我申请了一大堆商学院，然后获得了北卡罗莱纳大学提供的研究奖学金。学校支付全部学费、杂费以及提供每年1万美元的津贴，条件真是优厚到我无法拒绝。该研究资助基金是以朱利安·罗伯森的名义设立的，它是由老虎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理公司的一位早期投资者资助的，朱利安帮他赚了一大笔钱。后来，我才知道选举委员会的一个人看了我的申请表说："朱利安会喜欢那个制造业的小伙子的。"

因此朱利安与你会面之前就已经看中了你？

对。我得到老虎基金的研究资助基金是因为我的制造业背景，但是在那时我还不知道朱利安·罗伯森是何许人。我那时已经在阅读20世纪80年代那些成功人士的书，但那时他还未成名。不过，不久以后我就知道了他。

那年秋天，罗伯森获得了北卡罗莱纳大学"杰出校友"的奖项，我被派到机场去接他和他的妻子。我不得不去借辆车，而且事实上还需要在后座上铺条毯子。因为，车主刚刚带着他的狗去打猎，而座位上沾满了泥。罗伯森对此并不十分介意，他十分友善有风度。

你暑期实习是在老虎基金那里工作吗？

不是的。我在高盛的J.Aron部门的商品和外汇部门打工。在北卡罗莱纳大学资助的旅程中，我已经去过纽约。虽然高盛人力资源部门的人告诉我所在的班级说，北卡罗莱纳大学的毕业生几乎没有机会在高盛进行暑期实习，但我却碰到了一个在那里工作的来自普林斯顿大学的朋友，这样我那一天就得到了暑期实习机会。

据说，同一天早上，罗伯特·罗宾，那时是高盛的共同领导人之一，把J. Aron部门所有员工聚拢在一起，然后说："看看你们，一群老男人。你们有必要雇用商学院毕业的'新鲜血液'了，让他们开始融入高盛的文化，并引入你们进入现代世界。"

当我和朋友在一起的时候，其中一个同伴问："你是谁？"

我朋友回答说："我们的一个朋友，他正处于一个商学院资助的旅程中，在参观我们的投资银行。"

那人说："棒极了。你得到了一份工作。就这样。"

这是高盛公司有史以来最容易的一次面试，如此快地把暑期实习计划确定下来了，我如释重负。我在商学院第一年的余下日子，变得轻松多了。

J.Aron从未雇用过暑期实习生，因此他们真的不知道该让我做些什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我确定了自己的实习计划，到所有不同的商品和外汇交易柜台转转。同时如果他们在做一些有趣的事的话，我也会列席听听他们关于固定收入和股票的培训项目。

当时是1993年夏天，我在黄金交易柜台工作，当时黄金价格被索罗斯和詹姆士·哥尔德斯密斯先生抬高到410美元/盎司。当德国和法国之间的角力较劲导致欧洲汇率机制崩溃时，我恰好在外汇交易柜台工作。那个夏天特别有趣，而且我也学到了很多东西。

我结束了我待在咖啡、可可粉和白糖交易柜台的工作。那时他们叫我建立一个金融模型，该模型能自动地显示伦敦与纽约交易所之间是否存在套利机会。伦敦的合同是科特迪瓦可可粉用英磅标价，而纽约合同是印度尼西亚可可粉用美元标价。我必须计算所有的成本：保费、运费、仓储费等。这真是太棒了，因为我拥有了创造一个真实商品市场所需的任何东西，从而我可从中学到很多。拥有不同等级、各种各样的成本以及不同的货币，因此我可以绘制整个曲线。我还被授予了一笔钱去交易可可粉，只要我能在当天结束时关闭头寸。

在那个夏天末期，我收到了被允许参与可可粉柜台交易的通知。我很感激，但是这太受局限了——我不想只做可可粉交易。我被高盛授予了另外一份工作，进行股票交易，但那个发出通知的人不久就离开了——自己去创办了一家对冲基金。

这是关于我和高盛股票部门负责人会面的一个有趣故事。在那个发出通知的人离开后，我被带到纽约和股票部门负责人共进午餐讨论其他工作。他带我出去吃寿司，我以前没有用过筷子。我用筷子摇摇欲坠地夹了一块寿司，接着把它从一个恰当的高度丢进了酱油里。酱油溅得他满身都是，弄脏了他的衬衫和领带。他简直被酱油给覆盖了，而这个人就是高盛股票部门的头头！结果在那之后，我打算留在那个部门的所有努力都是徒劳无功的。

我还收到了其他的聘用通知，包括老虎基金的一个夜班工作，但我却去了摩根进行衍生品和商品交易。我加入了那里的能源交易团队，在那里待了几星期。在正接受项目培训时，我接到了朱利安的电话，叫我跟他共进早餐。

我原以为只是一个友好的“欢迎来到纽约，你怎么样？”之类的早餐问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，但我被一大群老虎基金的人盘问。他们盘问我有关可可粉的问题——我怎么样看待可可粉，市场将会发生什么变化之类的问题。我认为我被非难了，但是当我回到交易柜台的时候，已经有另外一条信息邀请我再去吃早餐。

朱利安从1993年以来一直进行商品交易且业绩很好，但是他希望自己在这个领域的交易范围有所拓展，因为他对此很感兴趣，而且适合老虎基金的投资风格。他肯定是打开自己的联络人资料架，翻到商品交易，发现那里面除了我之外别无他人。

你是否已经在商品市场上锻炼了思维能力和交易理论？或者说你还是缺乏经验的？

我缺乏经验这一事实，毫无疑问。我有强烈的看法但我并非是无所不知，我本不该有强烈的看法。当我现在回过头来看我以前那些意见和观点时，我发现那时的知识和经验是多么的浅薄，我为我以前所说的和所做事情的愚蠢而感到震惊。

因此当我和朱利安及他的团队第二次共进午餐时，我又经受了一次盘问。此时我知道他们是对我进行面试。我于是开始痴心妄想能够跳过我计划中的十年，直接进入像老虎基金这样地方进行交易，这正是我希望做的。

我在1994年10月加入了老虎基金。朱利安说："德怀特，我对迄今为止事情的进展感到满意，因此我们决定叫你管理商品交易部门。如果你干得好，留下；如果干得差，走人。"自1995年1月起，我一直管理老虎基金的商品交易部门，那时我在纽约才仅仅待了5个月。

当时老虎基金规模多大？商品交易部门的资金分配量有多大？

老虎基金当时旗下管理的资产有40多亿美元。商品交易部门的资金分配量要么没有钱，要么有几十亿。因为我们几乎进行的都是柜台外交易(OTC)，因此不用交保证金。

现在在你的脑海里，罗伯森是个什么样的人？

朱利安是个伟大的引领者。他集中于基本面，而不关心技术面的东西。他只问："经济形势现在怎么样？"他相信价格最终会回归经济形势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朱利安总会说:“在这种经济形势下我们对吗？如果对，我们应该持有更大的头寸。即使价格对我们不利也无关紧要。”他只关心结论，然后坚信它是对的。朱利安总希望得到一个非常简洁的结论。他可能会花几个月的时间做工作以及开发数据去证明和支持那个结论，但是它必须简洁。

一个很好的例子是进行钯的金融交易，我们在20世纪90年代中期连续损失达3年之久。但是我们做了大量的基本研究，得知我们是对的，因此我们继续等待。为了搜集信息，我们参加会议、调查使用者、和供应商会面，我甚至还去了西伯利亚和南非的矿厂核准供应量。

我们唯一的焦点始终是，“我们确定存在供应短缺吗？”在一个600万盎司的生产市场里，供应不足超过了200万盎司，而且还在剧烈扩大。我们认为当没有其他替代物出现时，钯的价格会翻一番多。朱利安那些年赚得盆满钵满，他总说: “你们确定数字准吗？你们确定存在短缺吗？如果是这样，我们就应该扩大头寸。”

你一路到西伯利亚就只为回答那个问题?

对。世界钯产量的60%，来自西伯利亚诺里尔斯克的一个大矿。在我加入老虎基金几个月后，朱利安就派我去那里参观。

欢迎来到老虎基金，那么你就去西伯利亚了?

对，不仅仅那样，那时是冬季，那地方处于北极圈北边，不是西伯利亚南部!

我们的发现和事情最终的结局是，俄罗斯人陷入了内部贪欲的搏斗。在诺里尔斯克，出口公司、财政部、中央银行之间因争夺钯和铝的出口控制权而爆发了争夺利益蛋糕的冲突。没有一方允许其他方出口钯，因为每一方都担心会妨碍他们的出售，因此所有行动都停止了。钯的价格从每盎司120美元爆冲到超过1000美元/盎司（见图12-1)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

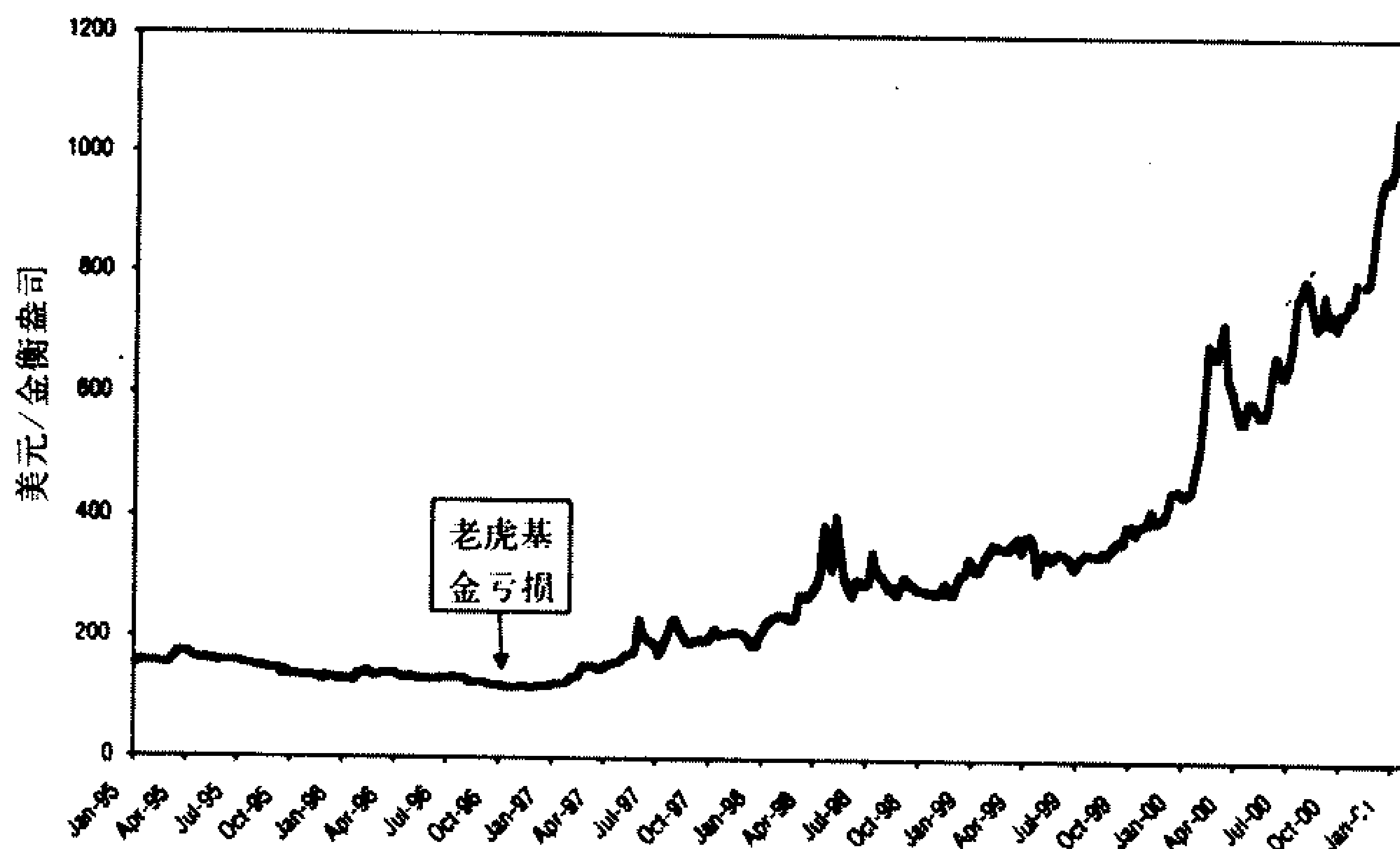


图12-1 钯，1995～2001

资料来源：Bloomberg.

你发现你对待你的分析师的方式和罗伯森对待你的方式是一样的吗？

朱利安有许多名言。要么是“这是我见过的最好的主意”，要么是“这是我听过的最糟糕的主意”。我不断地听到他抱怨“这是我所见过的最糟糕的主意”的新记录，而且他讨厌这样的表述，“市场还告诉我……”他总会回复：“市场没有告诉你任何事情——它怎么从来没有告诉我？”

朱利安这种只关注基本面的作风，已经融入了我管理交易的方法中。他对基本面的哲学是，现在在这里交易，但那不可能永远持续下去，必须重新定价，因此我将会在那里交易，而且会在那里重新设置头寸规模。

我发现我自己一直讨厌我的分析师，一直说：“只要给我经济形势、数据以及相关的计算就行。我不想听到随意的市场评论、流言蜚语或者市场将会发生什么。”我不关心日常情况，我只关心经济形势。如果我们有正确的经济形势分析，我们将会交易正确而且会得到回报。

那种投资哲学的局限性在哪里？存在局限，对吗？

是的，问题在于规模大小和头寸集中度。在老虎基金，我从不需要担心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的头寸太大。事实上，老虎基金的关键在于管理内部预期，因为朱利安总是会持有被告之的最大可能规模水平的头寸。朱利安过去问："那笔交易我能损失多少?"而且通常他的回复是："好的，我们还不够大，因为我乐意损失那么大，因此增加头寸。"

朱利安会根据他的分析师认为会损失多少来决定头寸大小，而这是一种莫大的信任。在股票市场中，朱利安本人拥有足够的经验去做过滤，但在商品市场和宏观市场中，因为他没有40年的经验，因此只能更多地依靠分析师去引导他。

在Ospraie，我们会从头寸规模方面来分析同时询问："我愿意冒多少资金的风险？我可能损失多少？"我们也采用"如果发生这种事情，我们会退出市场"这类的主观限制。我们会逐个地管理我们的所有头寸规模，然后根据最坏事件的波动加总。我们观察风险价值（VAR），如果存在一个比较高的风险价值，我就知道我们处于更大的风险中，因为风险价值指标正在变得让人感觉情况不妙。

在一个高度集中的投资组合中，比如许多商品组合，我认为风险价值的数字超出预定水平的情况是难以置信的危险。如果你有1 000个交易员，就像高盛，那么风险价值的计算就有道理，因为足够多样化可使得你能获得统计意义上很显著的东西。

风险价值假定商品之间存在某种正相关的关系或负相关的关系。如果我持有100美元铝的多头以及100美元铜的空头，并且铜的波动性更大，那么我会知道我拥有净风险。比如说，20美元铜风险，这里，我们会说，我们拥有200美元的风险资产。

看一下在1987年股票市场风暴中的铜交易。你可以看到在几十天内每天的铜价格上下剧烈波动，如果你没有管理好最大损失，那么在该星期的某一时点，你就会被摧毁（见图12-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

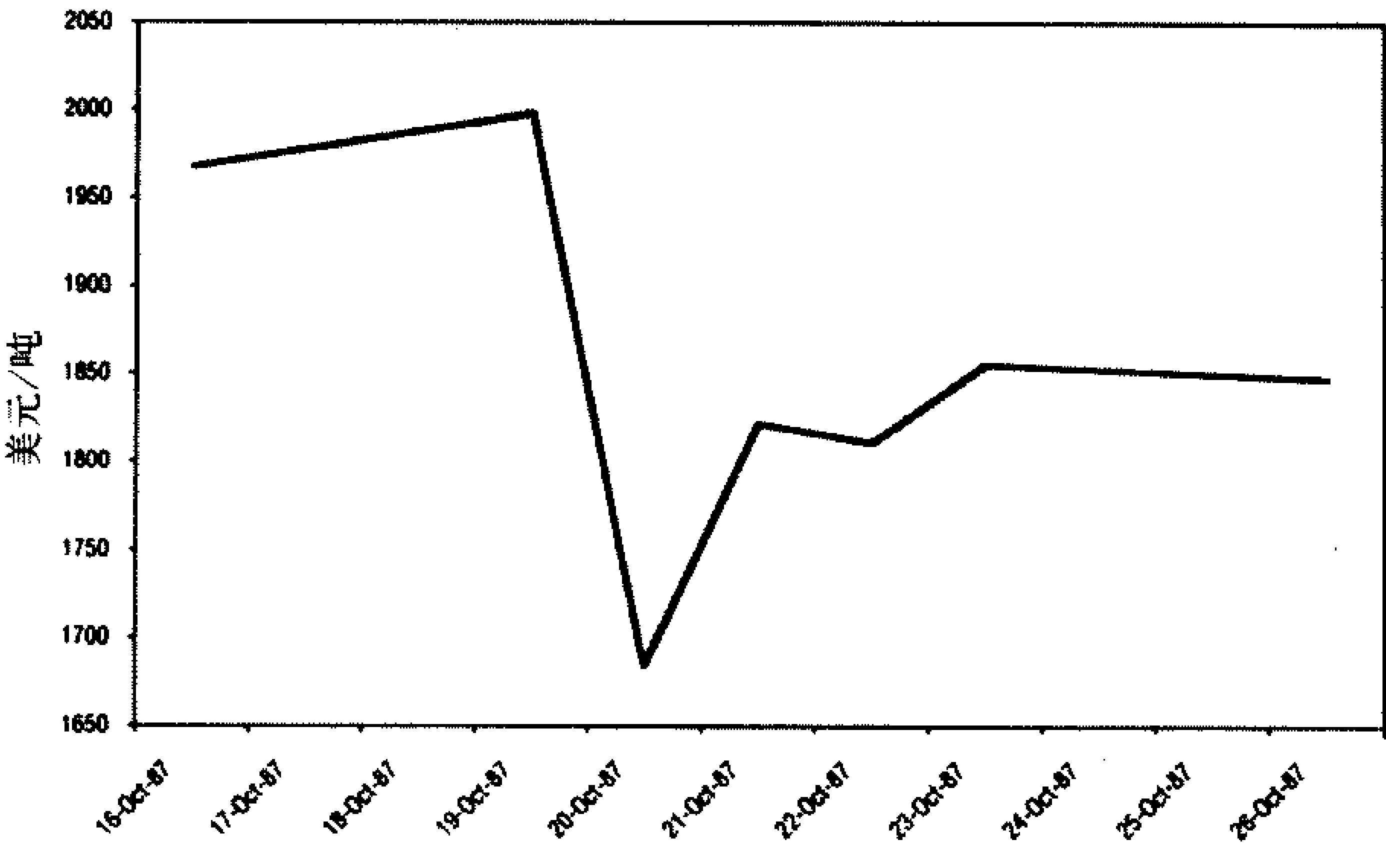


图12-2 铜，1987年10月

资料来源：Bloomberg.

你是更喜欢持有多头还是更喜欢持有空头？

我不介意。我并不偏向任何一方。我只关注经济形势。

除了商品和基础行业股票之外你还进行其他交易吗？

如果债券提供像股票一样足够高的收益，我会进行债券交易。我从来都不会交易政府债券，但我们确实会观察我们所知道行业的公司债券，比如濒临破产的债券或者能源公司的高收益信用债券。眼下我们在该领域做的不多，因为那里不存在太多的交易机会。垃圾债券差价已经倒闭了，因此投资它得到的回报难以弥补你所承担的风险。而且在过去两年里，我们的行业做得如此棒，以至于现在并没有太多倒霉的人。

似乎你所执行过的另外一个风险控制是管理你的资产库。那是你从老虎基金工作的经历中学到的吗？

我从一种被证明资产变化太快的环境中出来，我不希望重复同样的错误。当老虎基金的资产规模扩大到超过250亿美元时，头寸也不得不大到有意义。比如，2.5亿只是这个基金的1%。作为基础行业的人，因为受到流动性限制的约束，在整个股票圈，我可以投资的股票崩溃到只剩下大约20家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我们在1999年和2000年和可能成为我们投资者的人坐在一起讨论时，我们决定：鉴于我们的投资风格、流动性限制以及我们分析师队伍的规模，我们的资产若低于7.5亿就关门，若达到20亿就停止吸收投资。事实上，我们在5.5亿时就关闭了，自那以后我们只吸收战略投资者。现在我们旗下资产达20亿，我认为我们在适当条件下还可以吸收更多的投资。

为什么你认为你能管理更多的资产?

首先，美元现在更疲软。以最简单的话说，我可以一直增加我的资产，直到美元已经疲软到不影响我们的投资风格为止。其次，因为世界现在更加的有利可图，市场的资本化程度更深。看一下必和必拓（BHP Billton）公司，它的市场价值大约是800亿美元，而它只是个采矿与石油公司。通过手中管理的20亿美元的资产，我可以利用杠杆把资产翻一倍，同时只持有占公司5%的头寸。然后，你可以投资埃克森美孚，它拥有4 000亿的市场价值。纽蒙特矿业公司一天的交易额就是2亿美元，它是个市场价值250亿美元的公司。你理解我的意思吧。

在商品市场中，看一下例如原油这样的产品。当我们创立基金时，原油价格为15～18美元之间。而现在，价格翻了一倍多，因此从那点来讲，我可以管理两倍现在的资产。当你库存筹码翻倍时，你就需要两倍的资产。

事实上，刚开始我们对于我们的能力有多大估计太保守了。我们做商品交易、建筑商、采矿、能源、油轮和原油服务行业，在所有这些可比较的行业中使用相同的投资纪律理论。事实上，我们的资金管理能力远大于我们当初所认为的。

你离开老虎基金，是因为资产库问题以及它对你所从事领域的影响吗?

我并不再像以前那样喜欢那里的工作了，部分原因是我所在的投资界已经崩溃了。而且，随着公司的成长，企业文化逐渐变得失去了原先的那种创业精神。当时因为有两三个分析师正准备离开老虎基金去组建维京(Viking)公司，他们跟我联络，让我做基础产业的股票交易，以及可以让投资者自由选择的独立的商品基金。这些是让我考虑离开老虎基金的催化剂。

在工作了四年半以后，我认为自己已经偿还了对朱利安欠下的时间。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希望离开，然后创立自己的基金，但是我同时也希望能够集中于投资管理，尽可能使业务管理的问题最小化。对冲基金公司的经济学家是如此出色，以至于我打算，通过与一个已建立的公司合作并不太在意短期的收益，从而使得成功的概率最大化。

我和摩尔资本投资公司、SAC以及都德投资公司商谈，以新的投资工具为他们管理资金，他们都答应了。都德投资公司提供的资金最少，但是他们不寻求任何对对冲基金的长期所有权，因此我们答应了他们的要求。

在都德投资公司工作得怎么样?

这是一个很好的合作伙伴。公司的运营人员都是顶尖一流的。那是一个杰出的组织机构，但是从投资方面来看，我们依靠的是自己。保罗·都德·琼斯是一个优秀的人，是一个杰出的交易员，但是我们的投资风格差异如此之大，以至于我们的互动特别少。我根据基本面进行交易，持有期限非常长，而保罗的期限则要短得多。他依据技术分析进行交易，因而他是最优秀的风险管理者之一，他是我知道的人中最擅长降低损失的人。

当你刚开始创立自己的对冲基金时，你会感到紧张不安吗？刚开始你设立了盈亏设置吗?

我是非常紧张不安。直到你自己真正完全独立做事时你才知道自己在做什么，而我对自己有可能做得不好而感到特别担忧。我有一个朋友在摩根工作了10年，他的妻子怀孕了并且刚购买了新房子，于是他辞去了在摩根的工作而过来为我工作。我有朋友和同事把自己的资金委托于我管理。我坐在我自己的办公桌前，思考："哎呀，这些人是怎么想的？"这是一段极其紧张不安的日子。

我质问自己，是否是一个优秀的分析师，除了是一个糟糕的风险管理者之外。我不知道，因此我很忧虑。在老虎基金除了朱利安之外，事实上其他人都只是分析师，而朱利安是唯一的投资组合管理者。每一个分析师都有自己的名义盈亏，那代表着朱利安允许带着交易点子进入投资组合。那是一件好事，因为我有各种各样的坏点子，它们并没有融进投资组合，但是这并不真正代表我的投资组合管理风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有在老虎基金时，可能和朱利安发生对抗的最严重的地方，就在于投资组合中头寸的规模大小以及保持时间的期限长短。有时，他会希望头寸更大，或者有时是分析师希望头寸更大，这样就要做反复的工作。因此这就是盈亏设置，但我只是一个分析师，而不是投资组合管理者。在老虎基金作为一个分析师，你只要正确就行，但是现在你不必正确。

鉴于现在对商品交易兴趣的不断增加，你在1999年创立一个商品和基础行业的基金的时机选择看来似乎很偶然？

我们在经历2000年股票市场泡沫破灭以后就进入了熊市，经济很虚弱，而铜、钢铁以及其他主要金属却直到2001年10或11月才达到它们的低谷。事实上我们在商品市场达到低谷的前两年或更早就建立了基金。头两年我们通过持有商品和股票空头而大赚。

然而我那时创立基金的原因，并不是我们对市场时机选择有预知，而是缘于个人对时机的把握。我们做基础行业和商品交易的原因，是因为它们是我们所熟知的领域。在那个领域，从我们所拥有的经验、信息以及所建立的渠道各方面来讲，我们都拥有比较优势。

然而在那时创立商品基金固然是逆趋势的。当我离开摩根去老虎基金工作时，我妈妈很紧张，因为她只听说过摩根，但没有听说过叫“老虎基金”的证券经纪公司。同样的，当我离开老虎基金而创立自己的证券经纪公司时，妈妈也很紧张。

> 妈妈：“你认为你能赚多少？”
> 安德森：“我们希望每年能赚25%～30%。”
> 妈妈：“如果那是你计划全部赚的，他们会给你钱吗？”

记得那时是1999年，纳斯达克每年上涨50%～100%，所以许多人的收益预期刚刚爆涨了。我们很幸运地拥有一批有经验的投资者，他们经历过好几个周期。因此他们知道多少年能获得25%的回报，事实上这是一个非常有竞争力的收益。

我们告诉我们的投资者：“我们会给你提供一个有竞争力的、经过风险调整的回报，不论商品价格是上涨还是下跌。”我们的投资组合，与每日、每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星期或每月的股票指数或商品指数的状况都无关，因为我们既持有商品和股票的多头也持有空头。我们希望以绝对收益来判断，而不是以相对的东西。

Ospraie发展得怎么样?

我们在1999年的第四季度建立Ospraie时，只有都德投入的资金。原来只打算以较少的资金规模起家，而不想吸收外部资金。都德懂得风险，我们也希望谨慎地确保系统风险报告和其他任何东西都正确运作，而不危及外部投资者的资金。

第一星期的报告显示我们购买了100万股美铝公司的股票，每股35美元。之前，我们已经决定了每一种股票我们都不能投资超过5%，然而我的报告显示我们在美铝公司的头寸为3 500万，而这远远超过我们的限制水平。后来我们发现那原来只是小数点计算误差所导致的虚惊一场，我们舒了一口气，但这说明刚开始时小心谨慎还是很明智的。

1999年第四季度我们以都德的资金获益大约9%，然后我们在2000年2月1日开始吸引外部的投资资金。结果，开放吸收外部资金后的第一个月我就受到了打击，亏损4.57%。

我们已经告诉过人们，让资金开始运作是有成本的。人们通常认为你可以从屏幕上看到价格进行交易，他们所忽视的是与资本初次投入运作相关的各种其他成本。当我们努力想立刻把所有资本都投入运作时，我们第一天亏损了1%。那是一个很艰难的开场。

在你第一个月管理委托人的资金而亏损将近5%之后，你当时怎么想的?

充满压力，但我们之前就告诉过都德和其他投资者，我不能确保每个月都赚钱，更不用说1星期、1天甚至1刻钟。但是我们的确知道，在一两年之间我们应该可以赚钱。那是我们投资的期限，也是我们所关注的东西。

年轻、没有经验与极度无知，这些因素有时也存在益处。我们会问我们在老虎基金时问过的同样问题：“我们正确吗？”我们认为我们是对的。我们的头寸不会太大，因此我们坚持持有我们的头寸。作为尾声——我们第一年的12月，谢天谢地我们走运了，我们第一年盈利18.5%，比第一个月上涨了23%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你第二年怎样开局?

我们刚一出门就亏了8.5%，我可以发誓地说那实在太糟糕了。我们在4个最大的头寸上都亏损，而且我记得第一个月只有3天盈利。我们没有经历过特别糟糕的日子，我们只是每天都损失一点点钱。

我们持有的股票多头，包括一些能源公司、石油服务公司、勘探和生产公司，以及一些石油和天然气公司的股票。我们持有铜以及2002年天然气选期的空头，还持有玉米的多头。

这些头寸都互不相关。如果说存在相关性的话，那么只是勘探和生产公司的多头与天然气远期合同的空头能够相互对冲。两个头寸都亏损，是不符合逻辑的。但是在任何一个月内，任何事情都是有可能发生的——那是我们不考虑相关性的结果。事实上，可以变得不相干，尤其是股票与商品之间。

因此，第二年刚开局时再次发生了亏损8.5%的情况，我们所有的头寸都亏钱。但年尾我们赚了27%。

你会为了投资者的利益而把投资者的资金锁定很多年，以便与自己的投资期限相匹配吗?

我们锁定资金是为了每个人的利益，包括其他投资者的利益。投资者资金的赎回有时会造成抑制性效果以及昂贵的代价。在老虎基金，我们见过把基金作为交易对象的投资者，基本上每月他们都会把资金调进调出。我们有必要定期扩大或缩小投资组合的规模。就像我所说的，让资金投入运作存在成本，特别当你处于亏损时投资者撤回资金更是如此。

你说过你90%的时间是在找出你做错的事。你认为不自信有助于推动你的投资过程吗?

对，非常正确。我经常担心我错了，我经常问自己：“我忽视了什么？”我喜欢把这叫成“不自信的自信”。因为我们是对基本面做出反应，而不是对价格做反应，大的价格波动对我们的单个头寸造成了不利影响，而整个基本面却没有发生改变，这是件痛苦的事。但是，只要基本面没有发生变化，我们就不担心。我们努力投资那些从微观经济上看是不可避免的事物。

我们所做的工作，不同于那些典型的全球宏观对冲基金业的人。我们在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做出决策之前做了大量的准备工作。这需要大量的金融模型，许多基本的研究以及多年来建立的人际关系来获取必需信息，从而得出我们的投资结论。

自从你跨入该行业以来全球宏观对冲基金业发生了什么变化?

现在也许全球宏观对冲基金业的玩家更多，但是我们所做的并没有发生变化。我们的风格更像是全球微观，而不是全球宏观。我们纯粹是按微观经济学101中的典型套路来进行的，供给和需求，确认哪个公司的成本低，哪个公司有现金等。我们经常尽力去理解我们投资的行业所发生的变化：需求的构成发生了怎样的变化?成本曲线发生了怎样的变化?货币怎样改变成本曲线?以及有竞争力的玩家有哪些?

我们希望确保我们的论点与假设尽可能缜密，以至于我们能经受住那些可能对我们极其不利的宏观经济假设。当我们持有空头时，我们假设经济增长强劲；而当我们持有多头时，我们又假定经济增长非常慢。这是保守但又现实的宏观假设。

用其他话说，当一个典型的全球宏观对冲基金的玩家事实上喜欢依据世界经济形势而购买基本金属时，他对经济增长的假定事实上将会比每个人预期的更强劲，从而购买基本金属应该会受益。而当我们购买基本金属时，我们假设经济将会比人们预期的更糟糕，但是尽管这样，经济基本形势还是如此强劲以至于价格还是会上升。这样的话，如果事实上经济增长比我们假设的要更强劲，那就是一个意外的好处。

老虎基金是全球微观型的基金吗?

老虎基金允许我以那种方式进行交易，但朱利安会以他的宏观观点看待我们正在做的。他会说类似这样的话："如果你认为在经济强劲增长的情况下持有铜的空头是好个交易，而我认为世界将会陷入困境、亚洲将会崩溃，那么我们应该将你的头寸规模扩大5倍。"他会观察我们所做的交易，然后以他的宏观观点来看待我们的微观论点。

你从罗伯森那里还学到了什么其他重要的东西?

有一件朱利安做得非常棒而我们做得特糟糕的事是，当基本的经济形势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如预期那样开始进展如何调仓时。他过去喜欢谈论的一笔交易是1990年和1991年的花旗银行交易——他以10美元/股买进，其价格上升到20美元/股。当其中一位分析师希望卖掉头寸时，他却把头寸翻了一番，因为他感觉到花旗银行的股票价格达到20美元时甚至比10美元时更便宜。在他第一次购买时，还存在房地产问题的困扰，而当价格达到20美元/股时，问题已经解决，因此很明显花旗银行不会破产。经过股票拆分调整，股票价格最终达到了100美元/股。

在商品市场交易中，通常很难习惯于补仓，因为你不得不在价格的单边变化与均值回复两种行为之间进行艰难的抉择。当我说均值回复时，我是说边际利润将回复到其历史均值。人们往往误解我的意思，认为是价格回复到中间值，但是在商品市场上并不是那回事。其实是利润回复到中间值，因此根据市场形势变化进行调仓是你必需做的事。

对那些依据个人判断自主决策的交易员来说，补和减仓也许总是个比较难处理的问题；但采用商品交易顾问的黑箱决策支持系统，似乎有助于解决这个问题。在商品交易的资金分配中快速增长的商品交易顾问的使用（参见图12-3），是否也会迫使你改变自己的投资风格？

它已经有一点改变我们选择头寸大小规模的方式了。

因为所有的这些商品交易顾问往往拥有更短的投资期限，他们的资金流动可改变市场的短期波动性。他们能导致价格紊乱和市场的非有效性，因为一端或另一端存在着大量的投机头寸。他们能大大地改变短期的波动性，但在任何3个月的期限内，他们购买和出售对市场的净影响往往趋于零。

普通的投资者往往被教导，要注意询问交易杠杆而不是波动性。事实上，人们应该关注波动性风险。1亿美元黄金的多头伴随8%～16%的波动性，这与1亿美元天然气的多头伴随35%～135%的波动性大大不同，这将导致你的资金收益/损失的状况会大不相同。

随着商品交易顾问管理的资金越来越多，短期波动性也越来越大。针对这种情况，我们通过管理规模稍小一点的头寸而进行机动调整，但是我们也更频繁地拥有更大规模的头寸。这同样也降低我们的平均投资期限，因为商品交易顾问会更频繁地把价格推到吸引我们的位置。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

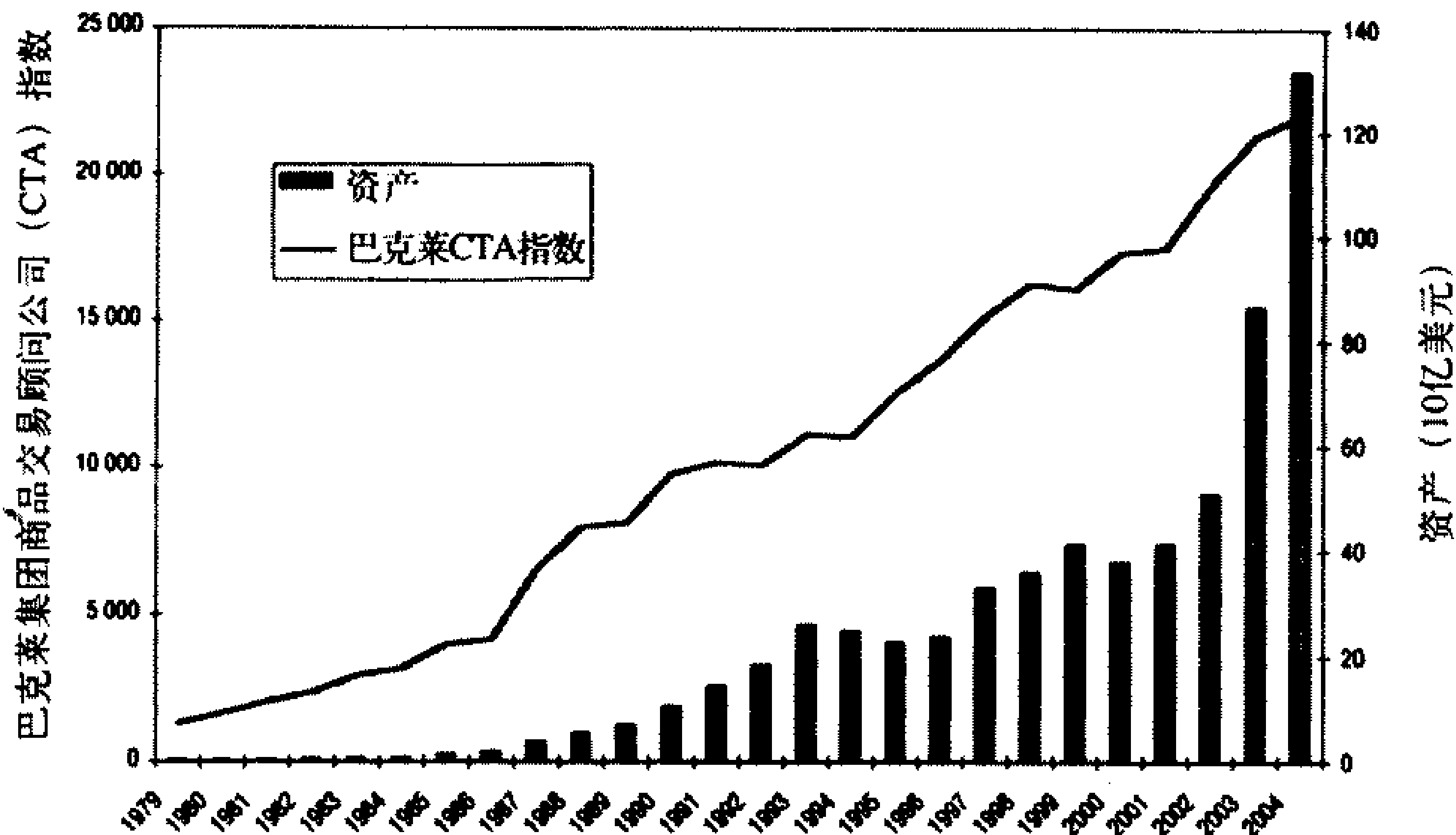


图12-3　巴克莱集团商品交易顾问公司（CTA）指数和商品交易顾问公司（CTA）管理的资产，1979～2004

资料来源：Reprinted courtesy of Sol Waksman and The Barclay Group.

为了保持对不断变化的市场形势的控制，你会监控你的竞争对手吗？

我们会注意市场的构成。我们通常不去观察市场的移动平均线或做技术性分析，除了去弄明白何时会出现一个大额头寸，或当价格达到哪种水平时会引发短期玩家退出市场这两件事。在一些情况下，如果我们认为头寸太拥挤，尤其是被商品交易顾问所充斥时，我们会降低我们的投资规模。我们会始终参与市场，但头寸规模与商品交易顾问没有参与市场时的规模有所不同。

如果市场形势的改变并没有大大改变你所做的交易，那么保持基金长寿的关键在哪里？

每个人随着时间的流逝，都在吸取教训——代价昂贵的教训。关键是向他们学习，并且减少犯错的机率。

你能谈论一下你在职业生涯中所吸取的代价昂贵的经验教训吗？

我有两个好例子，第一个发生在我自己的私人账户上。在老虎基金，我们被允许以我们自己的私人账户进行交易，只要它们处于我们公司的领域之外。作为一个价值投资者，感觉像飞蛾扑火一样，我被20世纪90年代末科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

技股的定价及其明显被高估的价值所吸引了。我做空了许多高科技公司的股票，比如亚马逊、雅虎和eBays等，特别是亚马逊。

你是否受罗伯森对高科技股票不看好的观点的影响?

老虎基金在投资组合中并没有任何做空高科技股票的实际头寸。大家都知道朱利安是一个网络神话的反对者，但他并没有实际做空科技股。他只是没有买进高科技股而已，因此老虎基金并没有涉及其中。

老实说，这是我自己的过错，但是这个点子的思考来源肯定是受到了朱利安看空科技股的影响。因此，我做空了大量的科技股，并外出去南美洲调研铝矿与镍矿的开采情况。几天后，亨利·布洛杰特[1]报出了他那个有名的亚马逊股票的目标价——400美元，这使得其他科技股的价格也一下子飞上了天。在布洛杰特的报价之后，亚马逊的成交股价马上从240美元猛窜到290美元，不久后甚至被炒到了600美元。那时我还在哥伦比亚，在旅馆里我接到助手的电话，他通知我说交易所让我追加保证金了。我认为这是不可能发生的事，我就让我的助手再核实一下消息的准确性。结果，我不仅收到了我的空头头寸的保证金追加要求，而且伤口又被撒了一把盐，同时我以远低于市价的交割价格卖掉了大量关于亚马逊的看涨期权，真是祸不单行啊。

这是一个学习如何管理投资组合的惨痛教训——在这件事中，我个人的净资产马上下降了20%——但它也是学习如何把握时机的一个大教训。你的思路和点子可能是对的，但你下注的时机完全错了。

我在Ospraie基金管理中遭受的代价最大的一个教训是，我们投资了一家私营的、高成本精炼与销售的公司。有一句商业格言说，在城乡结合部开加油站是很不错的主意。类似的，在精炼厂领域，投资最大的精炼厂比较保险。但是，我们投资的是一家最小的精炼厂；而且，我们投资的加油站是开在市中心，而不是城乡结合部。更糟糕的是，那个精炼厂离一家学校不太远。这样，加工过程中任何有伤害性的光热或可能殃及学校学生的爆炸，都会产生可怕的法律与政治风险。

我们之所以给这家精炼厂投资，是因为这家公司正在购买另一家巨型的

[1] Henry Blodgett，美林当时的网路股明星分析师。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高质量的精炼厂，那家精炼厂正受并购后的埃克森美孚公司的剥离。那家公司没有购买巨型精炼厂的资本，因此我们投钱进去使得他们可以完成这笔收购。这样，我们现在有了一笔好资产与一笔坏资产，一个糟糕的资产负债表，以及令人头疼的财务管理与运营管理。

我们以128美元买进的股票，最后以95美元卖出。事实上，这还算是不错的买卖了，还算是退得及时，因为最后那家公司并没有重组成功，精炼厂的债券持有人取得了它的所有权。在这个例子中，我们以5美分买进却以4美分卖出，我得到的教训是，不要去购买高成本运营公司的股票。当你打算持有高成本的资产时，你一定要把握好十分准确的价格与时机。在那次交易之后，我们未来就只投资低成本运营的公司，因为我们无法十分准确地把握介入的时机。

从这个事例中我吸取的另一个经验是，你投资的公司从经营、成本和股票投资回报率各方面来说，至少在行业中应处于中等水平，管理水平不能太差劲了。因为我们的企业可能会有庞大的现金流，如何管理运用这些资金是一个重要的问题。他们是把这些资金用于再投资扩大生产，还是给他们的工程师购买一些新玩意儿以更新设备，或是专注于如何最大限度地提高投资人的回报？这些都值得投资人去深思的。如何达到最有利于股票投资人的管理，应该是企业最值得去思考的。

当你与制造公司的管理人员会面时，他们会被你对他们的运作和行业的熟知而感到震惊吗？假定他们期待你也许是一位华尔街对冲基金经理。

他们感到吃惊，但却是以一种好的方式。这样才允许接下来能发展成一种更有意义的关系，因为彼此间存在相互尊重。这不仅开创了一种交流，而且允许更深入地探讨企业、策略和行业问题，这样就能展开真实的对话。最理想的是，双方关系随着时间的流逝会得到进一步的发展，进而知道他们对该行业、其他公司或其他管理团队的看法。

你大部分时间与谁交谈？

我们从不同行业工作中的人们那里得到最好的信息。他们知道他们的经济形势，他们知道他们的企业，他们知道现在正在发生什么。去参观工厂看它怎样运作，或参观公司总部感受它们的文化，这极其重要。知识与从现场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获取的信息之间存在巨大的差异。这就是在过去12个月里，我的员工为什么要去非洲、澳大利亚、蒙古、西伯利亚、巴西、墨西哥、阿根廷以及其他国家的原因，而我本人去越南、香港、韩国、中国、日本、澳大利亚、巴西以及一些我已经记不起名字的地方的原因也在此。

因此我通过和我们所投资的不同行业的人的交谈中，获取了最多的价值。此后，不管他们是特定行业的顾问、卖方分析师、销售人员还是其他任何人，我们尽我们一切可能去抄袭他们的点子——我们会从任何渠道获取信息。

对于你所从事的事业，旅行是不是一个关键的要求？

花时间在现场非常重要。比如，我们花了适当的时间在中国，即使我们很少直接投资中国。中国对我们所参与的许多行业有巨大影响，不管是知识产权法、公司治理，还是信用体系、权责发生制会计制度。目前，还没有足够的信任度与理由让我们相信应该在中国进行原料直接投资。但是，我们做了大量的研究，花了许多时间在那里，因为它对中国以外的世界有影响。

什么时候你才不用亲自去西伯利亚、中国或任何其他地方，因为你可以派别人去而不必麻烦自己？

我热爱我所从事的工作的智力挑战性。我处于这样的位置上，几乎世界上任何人都在教诲我，不管是公司还是卖方研究人员，因为公司可能希望我们投资于它，而卖方研究人员希望我们通过他们的公司购买股票。我始终在学习。对冲基金的经济形势是这样，以至于我们可以获得世界上最好的研究服务——关注我们行业的所有人甚至专家会主动地给我们送来研究，然后指导我们。

我去自营交易部门收集信息，将它们整理成条理分明的交易点子，然后检验它们。我总是这样做，不管是用Ospraie的资金还是用自己的私人账户。这种学习过程充满了乐趣、兴奋和挑战。

虽然从智力满足性而言，这是一份难以置信地让人获得满足感的工作，但是却又充满压力。近来它已经变得没有以前那样有乐趣了。当我在老虎基金工作时，我可以花一下午时间打高尔夫，因为那是朱利安的公司，不是我的公司。现在，作为投资组合管理者的头头，我更多的是为其他人树立榜样。

他人把生活和储蓄交给你管理的压力，是件一直让人担忧的事。我遇见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过在老虎基金从早期就和朱利安一起投资的人，得知他怎样使他们的生活过得更好的。如果我投资失败，我的一些投资者的生活将会发生完全不同的改变。那种责任对我意味着很重，那让我无法再像当一个交易员时那样轻松。

你的人际关系网和那些战略投资者对你有多大价值？如果我把你关在一个没有电话、只有显示价格行为的屏幕的房间里，你多大程度上会遇到麻烦？

在非常短的期限内，因为我15年经验的底子让我还可以勉强应付，但效用会快速下降。如果在6～24个月之间，我将大大受到限制。必须时刻保持了解该行业的经济形势、需求变化以及其他任何事的最新进展，我才能做出正确的判断。这种工作需要不断的再投资，而再投资需要时间。

如果在未来5年你只能进行一个交易然后退出，你会选择什么交易？

我们会持有能源远期的多头。能源现在处于难以维持产量增长的转折点上。所以，价格会被抬高从而降低需求。价格将变成现在的好几倍，因此价格可能会翻一番或增加两倍。

我不是说产量将会下降或世界将耗尽能源。如果产出保持不变，能源需求不会增长。你已经在北美天然气市场上见过这种情况的发生。你将会看到在原油市场上发生同样的事。原油和天然气已经完全固定下来了。随着运输边际成本的上升，你将会提高石油服务成本。能源的每一边际额外的卡路里消耗的成本越来越高。

看一下统计数据。北美的天然气田与10年前相比已经缩小了30%。即使成本不变，产量也将减少30%。而且考虑净现值的因素，最开始得到的现金流最重要，而它们却正在剧烈下降。

因此你拥有更快的价值降低速度，更少的能源来源，而且它们常位于条件更恶劣的、更深、更远的离岸，因此获取它的成本更贵。尽管那种不利变化可能被生产率的提高以及石油服务技术到更多的开发给部分平衡。但是，所有这些因素综合起来意味着你已经提高了资本成本。结果是平稳产量增长的步伐放慢了，能源价格必然不可避免地上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么会改变你的论点？交易的风险是什么？

你设定的一个问题是，我在5年之内不能退出交易，那么一路将伴随各种事件风险。比如说，沙特阿拉伯政府因为发生革命而被推翻，这会对世界能源市场产生重大影响。

如果它发生在我5年期限的末期，这将有助于我的交易。但是如果它正好发生在我持有头寸的第二天，油价就会上升。比如，100美元/桶，然后会有时间让需求和供给得到调整。当能源的替代产品被激励产生并且投入市场时，石油需求会被削弱。

因此5年期之后，市场会重新达到平衡。与此同时，会存在100美元/桶的原油，经济会衰退，大量投资储备原油和替代能源会使原油需求降低，长期能源合同会被抛售。有句老话："高油价的良方是更高的油价。"

为了在商品市场上正确进行交易，一个人事实上需要对每一个微观商品市场的内在动力和成本结构进行深人的理解？

是的。我时常对那些对交易一无所知的人如何进行交易感到惊奇。当我从商学院毕业在能源交易柜台工作时，有一天一份叫做"每日石油"的报纸的文章标题这样写道：准备钻探新油井。我问其他交易员"钻探"的意思，而整个交易柜台竟然没有人可以回答上来。这些人年复一年在交易石油，而公司每天都进行数千亿美元的石油交易。我难以相信这样的事实。

在你看来，在未来5～10年里，除了能源，投资圈还有其他主要趋势的东西吗？

我们在观望亚洲奇迹。世界上人口最多的地区正在迈上一个经济台阶，人均GDP正朝经济发展的物质密集型阶段迈进。当一个国家的家庭收入或人均GDP初次达到大约3 000美元时，它就已经开始攀登马斯洛的需要层次金字塔。

人们首先担心食物、温暖和住房等需求，然后迈向更高层次的需求。在亚洲，我们发现先前那些消费和收入水平较低的、可怜的农村人口正在迈向经济链条的前方。当人们从勉强生存的水平跨入更加自给自足的水平时，就会出现对原材料消费的激增。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马斯洛需求层次理论

马斯洛需求层次理论，是由亚伯拉罕·马斯洛在他1943年的“人类动机的理论”这篇论文中提出来的。需求等级被描述成包含5个层次的金字塔。其中4个更低的层次被整体叫做“不足需求”，而最顶层的层次被叫做“存在需要”。基本概念是，只有在较低层次的需求（金字塔中更低的层次）部分或全部得到满足之后，金字塔中较高层次的需求才会被关注驱动。金字塔中最高的或存在需要——同时也被称为自我实现需要，是马斯洛用来表示人类内在的以及一种独一无二特质的本能需要的描述。换句话说，他尽力捕捉这样的概念，即在某层次水平上画家有去画画的激励，作家有写作的激励，交易者有做交易的激励（见图12-4），等等。

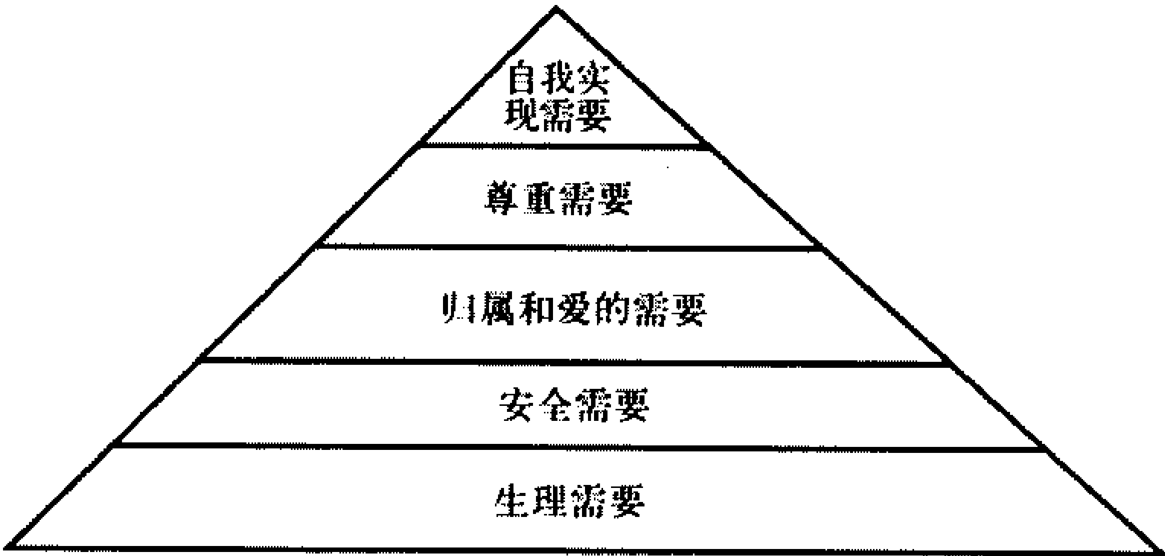


图12-4 马斯洛需求层次理论

在中国和亚洲，人们已经开始尽力提高自己和孩子的生活水平，这是一件好事。人们如何从环境污染和全球变暖的角度看待这个问题，那是另外一回事。亚洲主要使用煤炭取热，因为煤炭价格便宜而且容易获取，但是煤炭对于环境是最糟糕的商品。保持环境清洁，是需要付出代价的。

当这些国家的人民的生活发生这些细微的变化时，我们的许多行业会产生严重的连锁反应，会出现严重的经济繁荣与萧条，从而对世界自然资源的消耗将非常严重。这将会成为世界上许多市场前进发展的推动力之一。在过去的两年里，我们看到了商品市场处于这种趋向的第一阶段，在未来的几十年里我们还会经历更多类似这样的变化。

举个越南的例子。那里牛奶消费正以每年30%的速度增长。牛奶业将是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济增长第一阶段的增长型行业，因为人民开始饮用巴氏灭菌牛奶，并且他们的饮食结构也发生变化。从牛奶消费开始，慢慢会转移到电、电视机、家电然后到汽车等。你可以在每一个新兴国家看到出现的这种周期性规律。

从更长远的角度来看，全球经济增长速度将会趋缓，但是有必要做短期和长期之分。5年那是长期，但是事实上我认为人们不可能看到超过两年以后的事。因为市场上存在太多的变化。

现在世界经济增长存在两大推动力：美国的消费以及亚洲的工业和资本投资。为了适应的内部能源需求：亚洲和中国必须放慢增长速度，美国的消费者也必须放慢消费速度。关于是否能平稳实现目标，这一点我们很谨慎。我们担心中期内这会怎样发展，即6～24个月内。

我们同样担心中东的事件风险，因为世界上石油的富余生产能力并不宽裕。在重要的时间段内，世界不能承受失去任何炼油厂。如果任何一家炼油厂停止炼油，我们将很快看到原油价格上升到100美元/桶。

同时，我绝大部分时间在思考我们所在的这个行业里的供给与需求会发生什么变化。就像我已经解释的，我们往往会做出一些不利于我们的宏观经济假定的决策，因此我们必须未雨绸缪。

对冲基金业有什么事让你感到担心?

我并不担心。因为，对于那些拥有获得更大成功的可能性、利用数据和细节去创造和验证前瞻性、有眼光的人来说，总会存在正收益。

在Ospraie，为了保持我们投资风格的领先地位，我们需要做大量工作，因为存在大量需要我们去消化吸收的信息。将来某一时刻，我会把工作量转移给那些没有太多孩子、精力高度充沛的任何其他人，这意味着我们将建立一种这样的文化：我们能够吸引、培训并留住最优秀的人才，因此得以把指挥棒转交给他们。而现在给组织进行定位，是我工作的一部分。

如果我退休了而公司还是兴旺、和我一起工作的人事业成功、我对我的家人、朋友、投资圈以及周围的每一个人有积极影响，那么我会认为这是一种好生活、是一种成功。我希望看到和我一起工作的人事业成功，那些委托我管理他们资产的人干得好。那样我才履行了我的责任，才创造了一种能保持不断前进发展的环境。但是，你只有在最后才知道结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当雇用新人时，你所寻求的品质是什么？

我们所寻求的首要的和最重要的品质是智慧。我们不需要卓越才华，但是最低程度的智慧是必需的。我们寻求工作伦理、自豪、能力、热情与兴趣的结合体。这是一件费时的事情，如果你从事你所不喜欢的工作，那么你很难做到工作很优秀。因为我们经常要从各种各样的渠道收集信息，因此沟通能力与人际关系的处理能力很重要。我发现在一次面试中，最难衡量判断的品质是判断能力和常识，而这些能力在市场中却极其重要。

我最喜欢的一个标题，是华尔街杂志商品版面的一个标题——“因为中国购买玉米的谣言，玉米价格暴跌”。事情很可能是，一个记者赶着要交稿因此他打电话给一些交易员，他们迅速地背出“中国购买玉米的谣言导致玉米价格下跌，得赶紧。”我们都知道如果中国在购买玉米，价格应该会上涨，但是这个糟糕的笨家伙却没有停下来想一想——他的标题是否符合逻辑？然而我不惊奇，因为最近杂志的商品版快已经几乎无人问津了。

自从你创立Ospraie以后，发生过最有趣的事情是什么？

我们和都德在1999年刚创立Ospraie时，我有一次刚参加完伦敦举行的年度钢铁生产商聚会。我正在从晚宴步行回旅馆的路上，我看见一个穿橙色衬衫的人跌跌撞撞地在街道上走，他明显已经烂醉如泥，因此我上前帮忙。

> 安德森：“对不起，先生。我能帮你吗？”
>
> 穿橙色衬衫的人：“哦，你是美国人？我在寻找旅馆的路口。”
>
> 安德森：“好的，你往这边走。”
>
> 穿橙色衬衫的人：“十分感谢你。你是哪行的人？”
>
> 安德森：“我开了一家对冲基金。”
>
> 穿橙色衬衫的人：“好的，你帮助了我，因此我现在想帮助你。我为索罗斯工作，我有事告诉你。下星期不要持有黄金多头，我们将有所动作。不要持有黄金多头，这是我给你的唯一建议。”

这是对的，当阿散提（Ashanti）倒闭时黄金价格已经从250美元上涨到325美元。那时我们持有一些黄金多头，因此我在想那个人是在解救我们。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我那时十分期待索罗斯下星期会进入黄金市场，抛售掉大量黄金。我们尽可能快地把我们的头寸平仓了，然后等待。

那时我创立新的基金刚两个星期，我还是焦躁不安。我持有的是黄金多头，而那个据说在世界上最大的全球宏观对冲基金工作的醉鬼告诉我不要持有多头。我那时心想，我是做好事得到回报了，那是生活本应该那样做的。

但是，什么事都没有发生。更糟糕的是，我已经告诉了我的合伙人，我们平仓的原因是那个穿橙色衬衫的醉鬼，真是笑死人了！与此同时，黄金价格继续上涨。

我得到了一个教训，不要相信小道消息和流言蜚语。这是我最后一次做这样的事情，并以如此完美的方式吸取了经验教训。直到今天，我们还在嘲笑那个穿橙色衬衫的人。我很希望能找到那个人。或许这次访问会帮助我找到他。穿橙色衬衫的先生——请跟我联系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章

股票操盘手

斯考特·拜森特
拜森特资本管理公司

斯考特·拜森特曾师从不少当今最闻名的交易员门下，包括乔治·索罗斯、斯坦利·德鲁肯米勒、尼克·罗迪提，吉姆·罗杰斯还有吉姆·沙诺斯。他的交易生涯跨越了全球市场和对冲基金业演变的最重要时期，而其中最显著的是，他经历了从只有像索罗斯量子基金和老虎基金这样的统治性大型基金的时代，到大量的像他自己那样创立更小规模基金的时代的转变。虽然他现在只管理自己的资金，但是他能够发现并提出在对冲基金中令人担忧的趋势：对投资者百依百顺、满足他们任何喜欢的条件，而不是坚持自己做的最好的风格。在他2000年离开索罗斯基金管理公司后，并没有留心那时对冲基金传奇人物罗伯特·维尔逊给他的建议。维尔逊建议拜森特不要吸收外部的资金，因为为了盈利100%，你必须愿意亏损20%。但是如果吸收了外部资金，投资者就不可能容忍你亏损20%。

但是，拜森特还是在2000年秋天，以10亿的投资者资本创立了他自己的基金。在经历了他的第一个滑铁卢之后，他不得不面对游资的撤资以及剩余的所有困难。自从那时候起，他听取维尔逊的建议，退回所有的外部投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资本。屈服压力、给予投资者他们任何想要的东西，会使任何交易风格大打折扣。

我在纽约一个寒冷冬天的下午采访了拜森特。他的办公室处于曼哈顿商业区和住宅区的中间地区第五大道的钢铁和玻璃构造的高楼里，那里的安静使你可以听到针掉在地上的声音。这是一个完全不同的场景，明显不同于一片混乱之中的交易员在闪烁着市场价格变动的屏幕前大喊大叫的情景。拜森特自己声称，他喜欢阅读，而不是大喊大叫。确实，在我和他们待在一起的期间，他和他的团队一直围坐在一起阅读。与芝加哥交易大厅或纽约与伦敦主要银行交易厅里的场景相比，这里是名流荟萃的充满智慧与理性的氛围，与前者形成了截然不同的对照。

这里到处是书籍、时事通信、杂志和报纸，这给了他们丰富的物质材料。拜森特肯定迫使自己熬夜阅读，因为在我采访他的时候，我发现他的眼睛布满血丝，看起来已经好几个晚上没有睡好觉了。

“我已经熬夜几个晚上了，”他承认说，“中国正在发生一些事情。”

拜森特按摩着他的眼睛，同时观看他自己的显示器，并跟我述说当乔治·索罗斯因成为“打败英格兰银行的人”而闻名时，管理索罗斯基金管理公司的伦敦办事处是什么情形。他诚挚地为他的疲劳而道歉，并且说他成为这样糟糕的采访人物实在不好意思。虽然他也许比较谦逊、更喜欢阅读而不是谈话，但是他丰富的经验说明了一切。拜森特已经从索罗斯基金管理公司吸取到了经验，他属于典型的全球宏观策略交易的股票流派。就像拜森特自己解释的：“因为我主要以投资股票来表达我的许多宏观观点，因此我的交易风格与其他全球宏观经理有所不同。”

尽管在最后选择那些能够表达他个人的宏观观点的股票前，他的投资风格需要进行大量阅读以及对单个公司进行研究，但是一个特殊的故事已经明确地说明了：他并不是一个典型的股票基金管理人，更恰当地说，他首要的最根本的特征是一个一线的操盘手。

在1998年长期资本管理公司危机不久之后，拜森特在佛罗里达州一个高尔夫学校时，却发现自己与长期资本管理公司声名狼藉的约翰·梅里韦瑟配上了对。高尔夫教练把他们配成一对，解释说：“你们两个人做同样的事情。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拜森特回答说："不，我们不是做同样的事情——当一个交易对约翰不利时，他会增加头寸；而当它对我不利时，我会减仓。"

你是怎样成为全球宏观对冲基金经理的？

我在耶鲁大学主修文科，希望成为一位记者。在大学三年级与四年级之间，我成为了吉姆·罗杰斯的实习生，他是量子基金的创始人之一。我在一家投资俱乐部遇到了吉姆，他是这家俱乐部原始资本的捐助者。他说的头一句话是："你可能会失去一切，而这是你所能做的最好的事。如果你想了解更多的关于投资的事，那么持有小麦空头，看一下感觉如何。"

吉姆的办公室在上西区——他的市内住宅的隔壁，在那里他管理自己的资金。我为他工作了几个星期，心想："我喜欢做这种工作。就像新闻业一样——你收集许多信息，然后做出决策——但是区别在于你不是要从某种角度写故事，而是要从某个角度做投资。"

你从吉姆·罗杰斯那里学到了什么？

我学会了做基础研究。始终如一地挖掘和观察别人没有观察的地方。他以前让我做表格，那时Excel还没有出现。我常练习做的一件事就是把各行业的股票进行排名，然后反反复复地把它们倒来倒去，以判断哪支表现最差的股票我们应该买进了，哪支表现最好的股票我们应该卖出了。

你从耶鲁大学毕业后干什么了？

我去布朗兄弟（Brown Brother）公司工作，因为它们是为数不多的可以让应届生做股票研究的地方之一。我在那里工作了6个月，我绝对讨厌那个地方，因为那里的工作基本上就是，"我们是去买通用汽车的股票，还是福特汽车的股票？"

机会来了，有人让我去帮助一个中东家族管理他们的资产，我就跳槽了。他们拥有6亿美元的资产，这在1985年可是个大数目。我们一共5个人，管理着一个规模很大的集中的、包括股票和商品的投资组合。我们和他们家族中的一个成员一起组成一个团队管理该投资组合，而且我们有很大的选择余地去下大的赌注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富裕家族怎样管理他们的资产以及他们怎样对待风险，你从中学到了什么？

他们喜欢去了解他们所购买的股票的管理，而且只投资于他们所熟悉的行业。他们的投资方法受到他们1975年第一笔投资于帝杰公司股票的影响。当时该股票的价格曾从30美金/股下降到2美金/股，美国运通公司卖掉了其25%的股份。该家族的父亲是帝杰公司一位创办人的朋友，他问该创办人："如果你认为这是一个很好的买卖，我会把整个公司都买下来。"他确实这样做了。7年以后，他们把帝杰以30美金/股的价格卖给了衡平资产管理公司。因此，他们的投资哲学一定程度上建立在相信管理层的基础之上。

另外一件对他们很重要的事，是要做到有备无患。他们使用杠杆，但是他们总是另外保留出一笔分开的资金，以预防出现问题或需要资金下注。在1987年股市崩盘那天，这种做法起了大作用从而盈利丰富。我原以为我们会被市场踢出局，但突然之间我发现原来还有大量的后备现金被储藏起来了，就像1987年10月19日那天一样。

我依然能记起屏幕中每一种股票暴跌的状况，而我至今可能还惊魂未定。鉴于我们所亏损的金额，我不敢相信他们会那么平静。这是一个失控的打击，但是因为我们有备用资金因而我们没有被逼上绝路，也从没有成为被动的出售者。我们能够对此保持理智，事实上购买了更多的股票。结果事后证明，这是一个绝妙的购买机会。

那之后，你的下一份工作是什么？

我接着去和吉姆·卡诺士一起工作，那时他刚刚做了卖空。在辞掉先前那份家族工作转而与他一起工作更有趣，他总是乐观向上以及难以置信地看涨。吉姆总是试图与大众抗争。他不断挑选东西，寻找市场中出错的东西。

吉姆不擅长的一件事，就是去琢磨为什么会结束。他从未费力去找过那些会改变市场聚焦的催化剂。他通常都是对的，但是从那以后我学到的是，当市场狂热结束时你呆在那里，比你提早发现它更重要。

我从和卡诺士呆在一起的日子里，所学到的是你不必要怀疑担心所有的事情。也许星巴克的员工实际上个个都是优秀的管理者，但至少这个概念是非常了不起的。也许eBay就是完美的商业模式。卖空者不能那样想，卖空

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个独一无二的、特定的思维方式。对他们来说，每一个网络股票必将破产倒闭。吉姆总是对房地产押注，但是从我和他一起工作开始我们经常得知的都是房地产又上涨了，那是部分卖空者的问题所在。另外一个问题是因为现在做卖空的人更多，因此现在做卖空比以前难多了。

卖空还存在其他内在问题。投资股票或购买股票，与卖空之间存在差别。通常，如果你是一个多头与空头玩家，如果你的多头下降了10%或20%，那么你会购买更多。如果你的其中一个空头头寸上升了10%或20%，那么你可能会退出。要知道，你可能会损失数倍于你原来的空头头寸，但是你只持有多头将会使你持有空头更难。同样，当空头对你不利时，它会在你的投资组合中占有更大的比例；但是当它起作用时，它会成为你的投资组合中更小的一部分。因此在空头中，当对你不利时，风险会增加。

吉姆·卡诺士作为一个卖空者怎样与众不同?

吉姆非常成功，而且捕捉到了许多成功的卖空，包括最近的安然。吉姆的优秀之处在于，他是卖空者当中名副其实的、受过良好教育的人。他从耶鲁大学毕业，能言善辩、深思熟虑。许多做空者都只是有一些从石头缝里蹦出来的古怪主意，但吉姆并不是那样的。吉姆做的许多工作都抓住了一些大的做空机会，他为此做了大量的准备工作。

当我在那里的时候，他旗下管理的资产已经从2000万美金跃升到5亿美金。更加值得称道的是，该期间这个行业平均来说都做得不怎么样，更有一些产业集团都垮了。

1991年我对吉姆说："我找不到用来卖空的东西。"而他说："这个，那是我们应该做的。我们是一个专门的卖空基金，因此我们必须这样。"事实上，我真不希望以12美金/股的价格持有花旗银行的空头。

我们最大的客户是索罗斯，那边的人说："如果你离开卡诺士，那么过来和我们一起工作，但是只有你确定要离开时再来。"现在回想起来，那是我做的最好的一次市场看涨期权，且不说是我职业生涯的一次飞跃。我甚至不知道那时我在做市场的多头，但结果那时确实已经是市场的最低谷了（参见图13-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图13-1 标准普尔500指数，1989～2000

资料来源：Bloomberg.

我花了几星期环游世界，然后去纽约的索罗斯基金管理公司做分析师。那时是1991年11月，而索罗斯公司欧洲那边的投资组合经理做得并不好。德国刚统一，他在德国做了一个大的行情看涨的押注，但是没有起作用。确切地说，我是当时纽约办公室唯一一个懂得欧洲股票的人，而这得益于我在那个家族理财的工作经历，因此我被派到伦敦办事处去作汇报。

我刚在那里呆了两星期，乔治就没有多加考虑就解雇了伦敦办事处所有的人。于是，我一个人管理着3亿美金的投资组合，绝大多数是投资于一种股票，而当时量子基金所有的资产也就10亿美金。

在史丹·德拉肯米勒的帮助下，我开始帮助管理欧洲账目。当时他任索罗斯基金管理公司的首席投资官，人在纽约。他和乔治说："你就一直呆在那里，直到我们找到一个欧洲高手接任。"然而我很幸运，我的业绩相当好，之后他们对我说："你为什么不留下？"接着，我就接手了索罗斯基金管理公司的伦敦办事处，一干就是7年。

当英镑脱离欧洲汇率机制时，你应该还在管理索罗斯基金管理公司的伦敦办事处。那么你能谈一下发生在那次著名交易中的一些事吗？

我们当时已经思考筹备一阵子了。而这笔交易是使得索罗斯量子基金在全球宏观对冲基金业中与众不同的良好例子，因为我们做了许多细节性研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究。史丹和乔治相信，如果你能找出微观层次正在发生什么，那么你就能勾勒出全景。

我对英镑脱离欧洲汇率机制所做的微小贡献，是我对英国住宅和房地产市场所做的研究。那时在英国，大约90%的按揭贷款都与隔夜拆借利率紧密相关。如果英格兰银行在周三加息，那么周五按揭贷款的利率就会提高。

我已经持有英国住宅股票空头一段时间了，乔治正在考虑让我平仓因为股票价格可能会上涨。我对他说："乔治，我已经做了研究工作，房地产股票价格正在下滑。" 乔治喜欢这样，如果你和他辩论你能说服他的话，而这也是我认为我在那里干得好的原因。

尽管这样，住宅股票交易与英镑交易相比较已经黯然失色，这也合情合理。关于英镑脱离欧洲汇率机制最吸引我的是史丹·德拉肯米勒的比赛策略——史丹真的很懂风险/报酬，与乔治估量交易的能力结合在一起，真是绝妙。我没犯任何错误，卖空英镑是史丹·德拉肯米勒的点子。而索罗斯的贡献在于这促使他持有规模巨大的头寸。

关于英镑，我们意识到我们能够迫使英格兰银行维护他们的汇率目标交易区间，那样的话，他们必须从我们这里购买无限制的英镑。我们的计划是为了获得基金利润，利用财务杠杆在汇率目标区的边界上交易。那年的基金价值上升了12%，因此我们在那个边界点上再次提高杠杆，如果他们把英镑汇率推回到目标区的另一端，那么我们顶多损失该年的盈利，不会再多。

英国经济本身已经很疲软，因此当他们加息保卫英镑时，平均而言，人们的按揭负担将提高。他们基本上使得英国每一个有按揭贷款的人负担都加重了。当他们为了达到保卫英镑的既定目标而把利率从7%提高到12%时，我们知道它将不可持续，并且知道他们已经完蛋了。

作为索罗斯在伦敦的代表，因为黑色星期三的后果，你承受了压力吗？

当然了。在那以后，许多公司不再与我见面。刚开始，是因为英国国家尊严的原因，但是随着他们看到利率下降了，经济也在复苏，他们的立场也软化了。

很有意思的是，在这之前没有人听说过索罗斯。我记得黑色星期三发生的第二天——星期四，我和他（索罗斯）在他伦敦的家里打网球。大批狗仔队和摄像人员等候在外，他仿佛成为了摇滚明星。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而英国官员也应分得一杯羹，他们很快知道退一步海阔天空的道理。英国财政大臣诺曼·拉蒙特和首相约翰·梅杰为了长期利益而忍受一时耻辱，却使得英国经济在那个时期的欧洲独树一帜。我的意思是，看看法国与德国——现在还是一团糟。

你认为欧元工程将怎样进展下去？

最终欧洲会被迫使进行结构性改革。欧元的当前力量表现，使我想起了乔治过去常对我们说的话："我会解雇你们，但是其他人更差。"不管人们什么时候问我"你为什么持有欧元多头？"我会说是因为其他任何事物都更差。

现在可能一个非常大的政策失误正在酝酿，与20世纪90年代日本的错误不同。现在引发一个真实政策问题的所有因素都存在，尤其是一个学术化的中央银行的存在。欧洲中央银行的官员给我的印象是，就像一群什么都不懂的大学教授。一位来自芬兰的妇女，是我所见过的最为强硬的中央银行官员，她所关心的只有核心消费价格指数（CPI）。西班牙银行的所有总裁所关心的是房地产是否失控等。他们不关心最大的两个欧洲经济体始终是存在严重问题的，他们更漠视欧洲所吸收的外国直接投资少得如此可怜的事实。欧元现在能够胡乱应付过去，很大程度上是多亏了美国的糟糕，如果不是美元陷入困境，欧元也就不会显得这么好。

让我们谈一下让索罗斯招受批评的另一次危机——1997年的马来西亚危机。人们看到一个国家改变货币政策后公开指责索罗斯该为它负责，你怎么认为？

那让人有点担忧。事实上是第一次有人开始真正地封锁资金流动，而同时也关闭了整个经济系统。幸运的是，没有其他人效仿他们。老实说，从经济学角度来说我真的不理解马来西亚的做法。

存在着好多关于政策制定者把所在国家的问题归罪于投机者的例子。关于是基金经理促使政策改变，还是政策错误吸引资金这个问题，你的看法是什么？

偶然性，因为投机者的活动会造成短期的波动，但是我不认为投机者能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够驱动基本面。从另一方面来说，当本地投资者希望把资金转移出去，并且你又看到了资金的流出，那么这就存在根本的问题——俄罗斯就是当地资金逃离本国的经典例子。因此只要本地投资者能够保持对本国经济的信任，投机者也就无计可乘，通常他们不可能摧毁一个系统。

问题在于，考虑到当今如此巨大的资金流量，短期内投机者狙击某种小的货币是可能的。然而总的来说，只要你的政策得当，中期来看，投机者仍是一事无成。

一个很好的例子是匈牙利福林的波动幅度。当最近存在大规模的投机活动时，福林实际上却更坚挺。在狙击投机活动中，匈牙利中央银行开始印制福林，把投机活动一路挡回。福林的波动幅度很大，因此耗尽了投机者的资金。

说到俄罗斯，索罗斯再次成为头版头条，而不同的是，这次他因一天之内损失了20亿美金而处于错误的一方。

事实上是10亿～20亿美金之间，那确实让人心烦。当那发生时，我们损失了当年绝大部分的利润。这完全不可预期，因为经济学教科书会告诉你一个国家从来都不会对以本国货币记值的主权债务违约。这完全没有理由，因为你可以总是印刷更多的货币。确切地说，这是个接近零概率的风险事件。

碰到这种事，从全年来说我们盈利了24%而一天之内我们损失了15%，这样我们仍然还有其他一些表现优秀的头寸来作为遭遇这种倒霉情况的缓冲。史丹的哲学是从来都不能被逼上绝路，因此我们开始清仓我们的其他头寸。我们希望能够把资金补充到我们所喜欢的交易上，这样我们可以修正我们最没有把握的想法。

让我们谈谈1999年到2000年之间的技术繁荣与衰落。索罗斯和朱利安·罗伯森都是科技股与“新经济”鼎鼎大名的抵制者，但是很明显在那波泡沫的结尾时受伤。我记得德拉肯米勒把资金组合从空头改为多头，这种反向转变在1999年拯救了量子基金，但是在几个月之后的2000年却伤害了量子基金。

史丹在改变点子方面比我所见过的任何人都强。也许是他持有那个头寸太久了吧，但是史丹的一个过人之处，是他能够而且确实做到狭处逢生。借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用一下约翰·梅纳德·凯恩斯的话，“当事实改变了，他能改变自己的头寸。”

公正地评价史丹，2000年全年来说量子基金是盈利的。他与索罗斯一起管理自己的投资组合，从3月的亏损12%转变为全年的盈利15%。如果你还记得，虽然纳斯达克在2000年3月遭抛售，但是在9月几乎又达到一个微弱的新高。那时他再次改变主意，把头寸从净多头变为净空头，从而成功地捕捉到了整个波动趋势——从2000年9月一直下跌到12月。

史丹·德拉肯米勒是你最钦佩的基金管理者吗？

史丹和尼克·罗迪提排在首位。

史丹·德拉肯米勒可能是历史上最伟大的赚钱机器。他兼具吉姆·罗杰斯的分析能力和乔治·索罗斯的交易本领。而且，一旦德拉肯米勒看准就开始下赌注，他是一个命中率奇高的玩家，其收益的稳定性简直令人难以置信。在过去的25年里，他管理资产的全年收益从未有过一年是负收益。从1989年到2000年量子基金的记录，几乎都是史丹创造的。在那期间，资产从10亿美金增长到200亿美金，而且从未遭受损失。索罗斯的记录是，在竞争对手更少的一段期间内赚取了比史丹更少的钱。

尼克·罗迪提在索罗斯基金管理公司中管理配额基金（Quota Fund），是我钦佩的另外一个对冲基金管理者。他知道如何寻找两三个主题，然后进行大规模下注，再坚持持它们好多年。他对货币市场或债券市场趋势改变的直觉力是无人能比的，他承受短期不利波动的能力也是一样。有意思的是，尼克只是一个人工作没配备助手，而他每年能访问100多个公司。

除了他们的交易头脑之外，史丹和尼克是对冲基金的佼佼者。除了远离大众视线之外，他们只谈论他们的债券，而且他们是一心一意顾家的男人。

从另一方面来说，乔治·索罗斯比史丹和尼克更加喜欢豪赌，所以不太稳定。他是沃伦·巴菲特的相反面，巴菲特拥有很高的命中率。而索罗斯则拥有糟糕的命中率——低于50%甚至可能低于30%——但是当他盈时就是大满贯。因此他就像贝比·鲁思[⊖]，乔治过去说：“如果你的头寸正确，那么你的头寸再大也不为过。”

⊖ Babe Ruth，美国的棒球名将。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你与索罗斯、吉姆·罗杰斯都一起工作过，你注意到这两个前合作伙伴有什么区别?

罗杰斯是个分析师而索罗斯是个交易员，这就是为什么乔治和吉姆是如此好的一个组合。吉姆深思熟虑、善于分析，但是不擅长实际交际；而乔治能够吸收信息，然后利用它，此前我从未见过这种能人。

你在索罗斯基金管理公司工作的日子里还有其他轶事吗?

索罗斯过去曾拿出许多资金分配给其他人管理。当人们开始亏损时，索罗斯不会烦恼，但是他总是担心的是他们不能正确地感受痛苦，因为那是索罗斯的资金而不是他们的。如果人们在11月和12月遭受损失，而且他看见他们的交易量变大，他会立即抽回资金。同样，如果管理者亏损，而且他们的交易量加速扩大，他也会抽回资金。当你陷入困境时，你能做得最糟糕的事就是摇摆不定。在交易中，当这里无事可做时，你能做得最好的事就是什么都不做。

你在索罗斯基金管理公司的工作最后是怎么结束的?

当2000年3月纳斯达克崩溃时，我们遭受了巨大损失。乔治希望那时承受更少的风险，因此绝大部分高级管理者都决定离开。

我在2000年秋天创立了自己的对冲基金。当我筹集资金时，我实际上提供的是市场所需的交易口味，而不是我想做的或我所擅长的。刚开始时，我没有做任何全球宏观对冲基金交易，因为那时全球宏观对冲基金是个令人生厌的肮脏字眼。我们的头寸高度分散化，因为每个人都需要多样化。我们雇用了许多分析师，因为人们希望看到交易的根据。

我所犯的最大的错误在于没有听取一个人的建议，他是20世纪70年代以来对冲基金的传奇人物——罗伯特·威尔逊。他那时是个大人物，现在也在管理自己的资金。当我刚开始创立基金时，他通过我们的一个共同的朋友安排我们一起吃午饭。席间，他斜靠在桌边，然后对我说：“如果你有报纸上报道的那么多钱，而你只管理别人的钱而不管理自己的，那么你就是蠢猪。如果你管理自己的钱，你可以为了多赚100%而乐意去承受某阶段20%的损失；但你管理别人的钱你就做不到这一点了，因为投资者会吃了你，哈哈！”

我懂得了管理企业和基金非常困难。在经历了我第一个挫折之后，我的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

许多投资者撤资了，这十分恐怖。因此我告诉剩下的投资者："这就是用我自己的资金将要做的事。如果你们希望跟随我，可以；如果你不想跟随我，也没关系。"然后我重回到我的全球宏观对冲基金交易风格，绝大部分是使用我自己的资金。这样转变后收益的波动性更大，但是收益同样也好多了。

那就是在索罗斯基金管理公司工作学到的绝妙之处。绝大部分资金都是合伙人的。我们所关注的就是赚钱，只要我们坚信该头寸，我们不用担心月度波动性或亏损。

我发现很难预见全球宏观交易策略不起作用的时候，那可能存在于经济没有重大波动的期间，但是除非遭遇了全球货币危机，否则那样的期间不可能持续长久。而且即使我们确实遇到货币危机，也将会产生其他失衡现象——而这将为全球宏观对冲基金创造机会。

正是这样。再次提一下，我只是提供市场它所需求的——因为在2000年，对投资者而言，全球宏观对冲基金业已经结束了。

当时，为耶鲁大学捐款基金分配资金的大卫·斯文森（David Swensen）对我说："如果你做全球宏观对冲基金，我将不会给你一分钱。"然后你不得不说就你不会进行全球宏观交易。但是事实情况是，斯文森自己也在做全球宏观对冲基金交易。他把X%的耶鲁捐款组合投资于风险投资，就是在做全球宏观对冲基金交易。而且他还把Y%的资本投资于石油、天然气和木材上，他也在做全球宏观对冲基金交易。

最近，我在一个资金经理的圆桌会议上听到每一个人都在谈论，"我投资于这种股票"或"我投资于那种股票"。他们的态度是：世界将会发生什么无关紧要，因为他们所钟爱的股票正在产生现金流、购买其他公司增发的股票和做着XYZ等。人们总是忘记了，50%的股价波动是来自整个市场的，30%的股价波动是来自产业集团的，而可能20%的股价波动才是股票挑选产生的额外收益。因此，股票挑选中必然隐含了对全球宏观投资策略的下注。当一个人购买航空公司的股票，事实上他就是对石油做了一个全球宏观投资策略交易。说实话，我认为人们不太清楚全球宏观投资策略都隐含着什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从你踏入该行业，全球宏观对冲基金投资发生了怎样的改变？

以前它不叫“全球宏观对冲基金”。事实上，你能够卖空的任何东西都是对冲基金。现在，我被以下的现实所震惊：一是使用的杠杆的规模；二是人们对其他东西进行的套利；三是人们所做事情的深奥性。还有，交易比从前变得更加具有方向性。

系统内的杠杆效应在日内交易中表现无遗。看一下现在的货币——每日的波动极其巨大，但是从星期水平来看几乎没有波动，因此趋势中存在许多噪音。

再看一看主要的经纪公司。他们每一个人见到我所说的第一句话是：“我们可以给你比其他人都高的杠杆比率，我们是通过离岸市场来做的，我们将回购这些俄罗斯公司债券的95%。”这简直是疯了。

在一个低波动性、低收益的环境里，人们错误地把低波动性当成低风险。我们正在为下一个将会发生的完美风暴种下恶因，因为现在的投资者都没有经历过太大波动，而且每个人都在使用杠杆以期获取收益。不同于从前的是，这种情况现在发生在每一单个的投资者身上。

对冲基金进行杠杆交易，而且对冲基金最大的投资者——复合基金也进行杠杆交易。许多复合基金进行杠杆交易比例是5：1，而这还没包括他所投资的对冲基金的杠杆，因此你可以看到整个对冲基金业将是怎么解体的。

我不确定这种基金业解体的压力到底在哪里。我不确定它是否存在于公司债券差价上，那将涉及到每一个人。我也不确定它是否只存在于新兴市场。但是，不管在哪里，这种压力确实是存在的（参见图13-2）。

如果我告诉你每个复合基金投资者准备明天赎回投资，因为他们自己的投资者已赎回了投资的资金，那么你将怎样定位你的投资组合？

我会卖空公司差价。这个市场将会崩溃。我们现在还未持有那种头寸，因为在持仓等待之中会被摧毁，但是在某一恰当时点我们会持有它。

这让我想起了网络泡沫期间的卖空杰纳斯公司股票的交易。那支基金叫Janus 20，而股价上升的唯一原因是资产注入。那支共同基金每一天能吸收资金5 000万，他们不断投资于那20种股票。现在，公司差价投资也发生了同样的事。那些大的对冲基金群每季度吸收了大量的资金，而他们不断投资于相同的交易，变得越来越大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

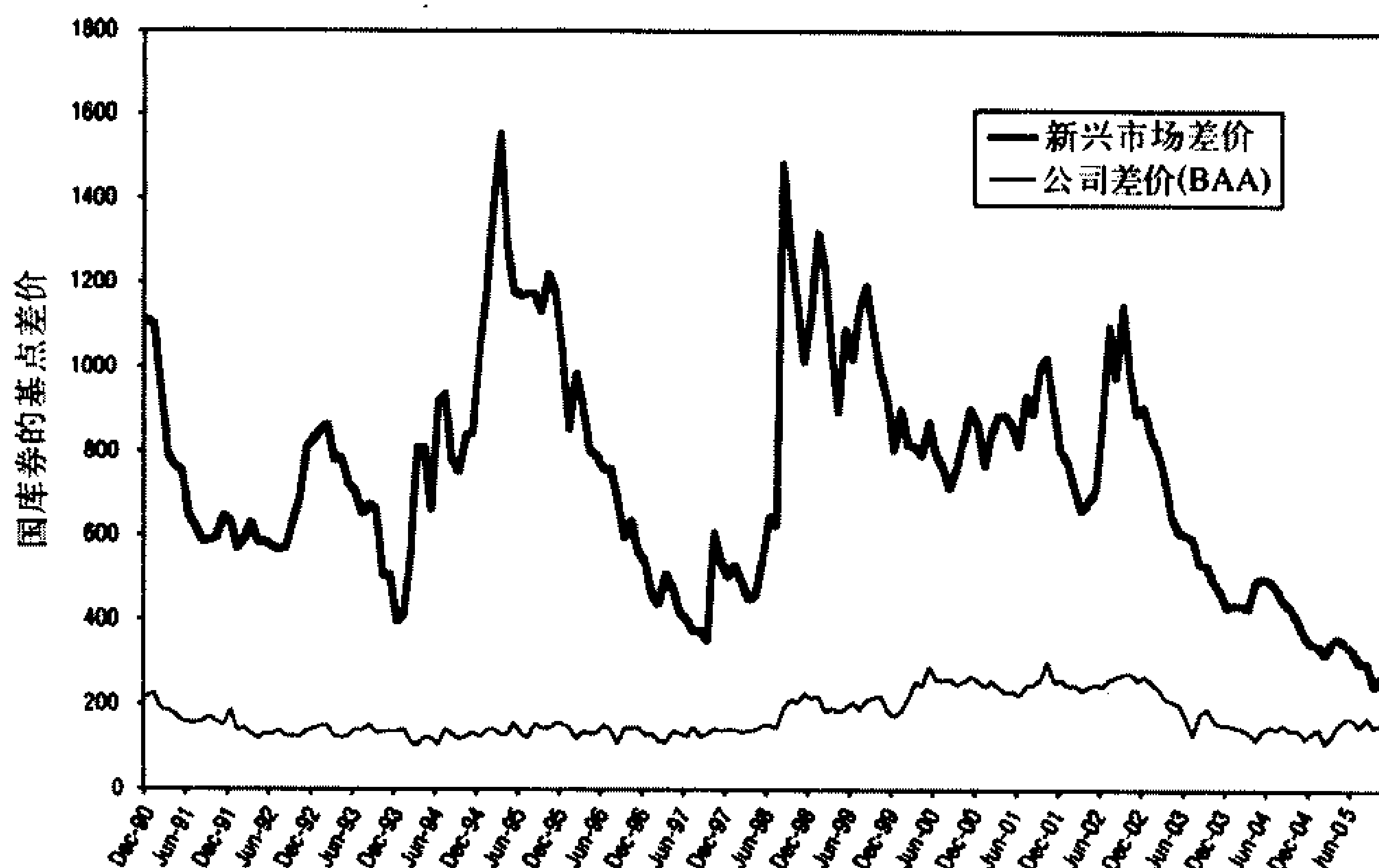


图13-2 公司债券差价和新兴市场差价，1990～2005

资料来源：Bloomberg.

总的来说，人们现在不再努力赚钱。他们中的许多人拥有巨量的资金，因此他们只是在运营某一种业务，而不是对冲基金。过去，对冲基金时常能产生翻倍的收益。

复合基金是拿起石头砸自己的脚。他们希望低波动和低风险，因此你看到对冲基金比他们通常要更快地平仓。管理者不愿为波动性承担风险。如果你管理100亿美金的基金，按2%的管理费用计算，你每年可以得到2亿美金，因此还会有谁会愚蠢到去承担那种风险的地步？收益达到10%就已经相当可观了，更何况还有2亿美金。大的管理者已经没有赚钱的激励了。

而那正是索罗斯吸引人的地方之所在，他从不会受制于业务的盈利状况。他的身价值80亿美金的原因，在于如果他在6月份盈利20%，那么他就会努力在12月份盈利100%。但类似的情况中，如果其他们投资者在6月盈利了10%，他们中绝大多数管理者会选择平仓而在其余月份中消极等待，这也正是他们的投资者的要求。现在绝大多数人是如此胆小，以至于他们在遇到好交易时会选择马上平仓以求落袋为安。

在我经历了盈利的一个月后，我最近接到一位投资者的电话："我们通常会喜欢投资你的基金，但是如果你一个月盈利6%，你肯定在做一些非常有风险的交易。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那是投资者害怕自己影子的一个标志。最终，他将会变成像风险投资一样。人们会开始质疑他们为他们所交的费用得到了什么。对冲基金最近业绩还不如标准普尔500指数，如果继续这样，人们最终会问："对冲基金管理者优秀在哪里？"

你认为对冲基金应该以标准普尔指数为基准吗？

不，但是那是绝大多数投资人在心里所想的。绝大多数对冲基金只是告诉投资者他们是怎样想的以及他们能做些什么，然后投资者会观察他们是否能兑现他们所说的。

你认为对冲基金的部分问题，存在于那些只做股票多头的所有对冲基金管理者身上吗？他们突然之间把自己叫股票多头/空头对冲基金而且收取更高的管理费，但是他们的收益却依然与股票市场保持显著的相关。

对。甚至最好的对冲基金日常都保持着的150%多头和80%空头，并且在行情下滑时他们都寄希望于他们空头的贝塔能拯救他们。当你看到他们中有多少人实际上从未处于过净空头仓位的时候，你会感到惊奇。

我的一位朋友最近在耶鲁大学做了一次有关对冲基金的题为"谁会在熊市中幸存的"演讲。他展示了在20世纪70年代熊市中对冲基金的收益，就亏损而言简直不可被相信，平均亏损是40%。只有史但哈特和索罗斯盈利，还有一家能勉强持平，这都是多头导致的问题。现在他的看法是，系统性问题将会使得每一个人在熊市中损失惨重。

这种情况发生的催化剂，可能来自人们都没有看到的某个地方，比如清算经纪人的问题或其他事。摩根、房利美[⊖]或者一个大公司的金融部门，还或许是一个大的洲际的欧洲对冲基金，都可能是现在系统性崩溃的压力之所在。我无法确定谁能有效监控这些人，似乎没有人知道——究竟是欧洲央行，还是国际清算银行，或者是什么其他的人。

现在你的投资组合能经受得住系统性打击吗？

事实上我们现在的头寸很少，因此答案是肯定的。现在，我在寻找思路

⊖ Fannie Mae，美国最大的房贷公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方面遇到了困难。当我持有一个我不喜欢的头寸或者在寻找好交易遇到麻烦时，我会失眠。乔治·索罗斯过去也遇到这种事，当他的“后背”受伤时，他就不得不平仓。要应付投资者，我事实上能够想出一个非常聪明的关于我为什么退出市场的理由，但是通常它就是让我失眠的原因。我们现在最直接的理由就是，当我们无交易可做时，我们不会勉强自己去做任何事。

让我们谈一下投资组合结构，正常情况下，你怎样构造你的投资组合？

有时我们会持有8～14个头寸，但是它们通常都很大，而且也未必权重相同。例如，从2004年1月到2004年4月，我们可能把80%的净资产价值投资于日本股票，而这其中的一半投资于日本银行的股票，另一半投资于一家银行。

我们确实会使用杠杆，但是不存在固定公式或限额。我们投资日本的头寸是经过贝塔调整、随时动态变化的，而且仓位很重。我们可能投资200%或300%的G5集团货币，但是从理论上来说它们不可能在一天之内超过2%或3%的波动。我从未确定你应该怎样去确定你的杠杆比率。

关于日本银行交易，你隐含的逻辑是什么？

它使我想起1991年当每个人都认为花旗银行会破产的情形，但是此次有催化剂（参见图13-3）。日本股票，尤其是银行股票是让人难以置信的便宜，

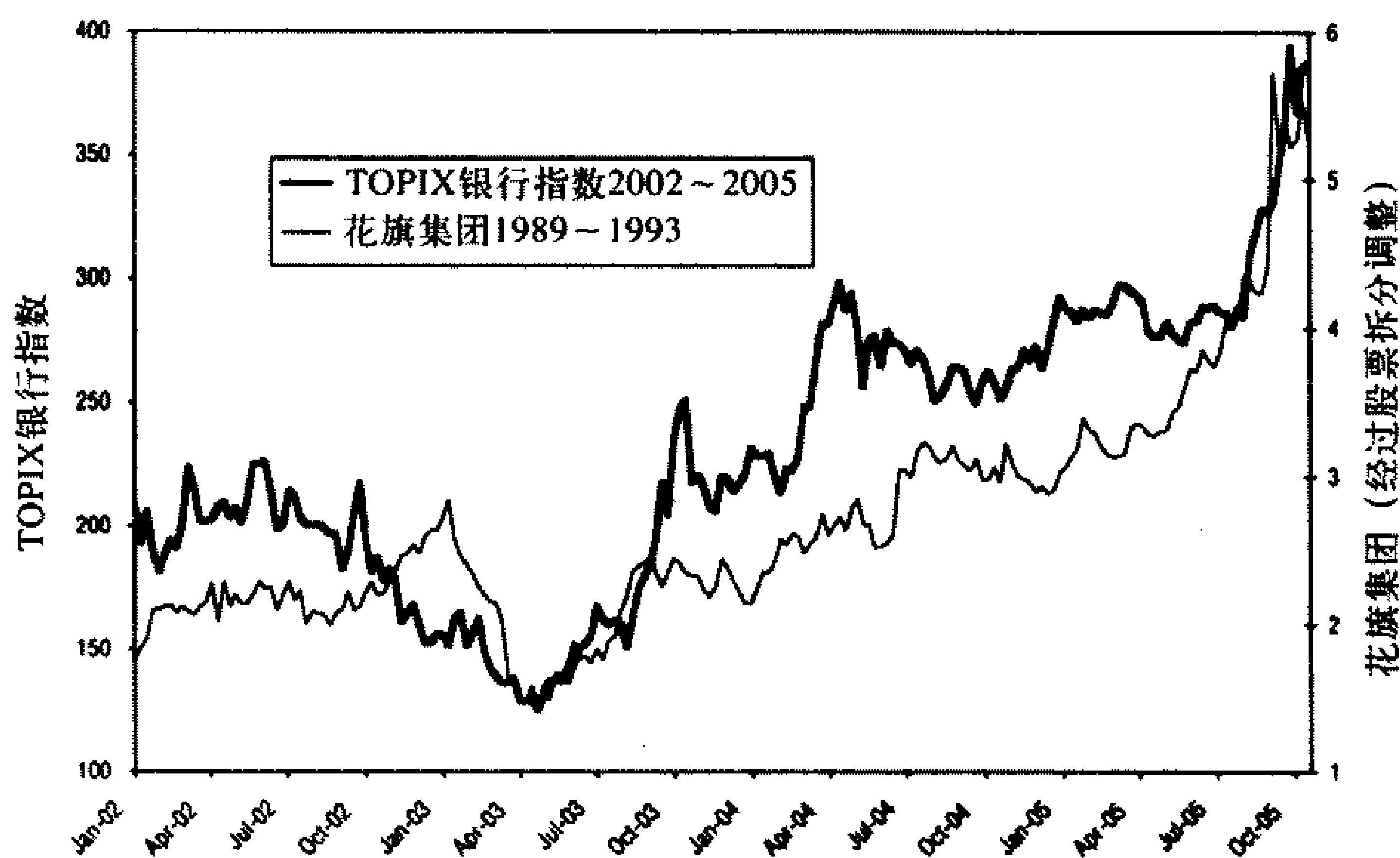


图13-3 日本银行，2002～2005；花旗集团，1989～1993

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而高盛进来后又收购了住友（Sumitomo）。同时，市场氛围充满了恐慌，每个人都认为这是他们所听过的最糟糕的主意，而这恰恰是进行交易的大好时机。虽然，有时最好的交易发生在每个人都认为它是好主意但是却无人进行交易时。

当你开始持有头寸时，你以哪种时间期限作为持有期？

依情况而定。最佳条件是当我开始进行交易时，会持续6～18个月。关于日本银行，我原以为存在一个让我持有好几年的机会，但是没想到它很快就起作用了，因此前景已经发生改变了。我现在担心中国的发展放慢，因此我们的头寸也在变小，因为很明显日本的经济增长一部分得益于中国。

现在以俄罗斯为例子。我非常渴望购买俄罗斯石油公司前尤科斯石油公司的债券，它们的美金收益率是9%或10%，是油价在35美元时零息债券收益率的5倍。我梦想中的情景是未来没有发生任何价格变化，这样我可在未来5年内提高那个债券交易的杠杆比率，然后在这里坐享其成。

当你开始交易后，你设置目标利润和止损水平吗？

通常，我没有设置止损水平。我从史丹·德拉肯米勒身上学到的其中一件事就是怎样开始一笔交易。史丹的惊人之处在于，他可能交易错误但是他几乎不亏损，因为他的进入点选择的非常好。他拥有令人难以置信的资产组合构造。因此我尽力确保我的进入时间点是如此好，以至于我几乎不会退出一笔交易。

目标利润也不固定，它会随着信息的增加而改变。我的计划是，如果这个发生，我会继续持有；如果那个发生，我会购买更多等。我会想象可能发生什么、什么会使我退出、什么会使我购买更多，以及什么会使我继续持有。

现在你最喜欢的交易是什么？

我喜欢英国金边债券交易，那存在一个轻微平缓倒转的收益曲线。英格兰银行是世界上第二优秀的银行，仅次于加拿大银行。它们很早就已经对症下药了——通过加息有效地解决了房地产泡沫，或者说至少是遏制了泡沫。英镑从按贸易额加权的角度来看十分强劲，而且英国与美国相比对汇率波动的敏感程度更大。英镑是个小货币，因此当人们不喜欢欧元想抛售摆脱美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么你在英国可以获得4.5%的隔夜拆借利率，你可以购买英镑。货币的强弱会随其利率水平的高低而变化。

利率是不是再次对货币市场有重要影响作用？外汇市场的焦点似乎一直发生着变化。

索罗斯曾经说过：“不要努力把游戏玩得更好，而要努力去弄清游戏什么时候发生了改变。”

我们现在正处于美元的基本转变期。美元过去在20世纪70年代末期到1980年实现了经常性账户平衡。然后那时的美联储主席当沃尔克开始加息，利率差异的作用重要起来。现在，我们拥有一个非常好的机会，因为我们又经历了一次基本改变，我们正重新回到过去关注当前账户的市场中。捕捉到该转变将是你赚钱的机会，因为每个人都在关心什么重要。

你记得你最糟糕的交易是什么？

我最糟糕的交易是在1999年太早卖空因特网股票。正确的交易，错误的时机。我从中学到的经验教训是，你可能判断正确但是却会损失所有的钱。同时，如果一支股票下降到零，你什么时候卖空都无关紧要，你还是能赚到100%，因为你可以在它下降的过程中卖空。你以25美金的价格卖空1亿美金安然公司的股票你所赚到的，与价格为50美元时卖空1亿美金安然公司的股票赚到的一样多。最好是拥有更大的把握，再扩大两倍的交易规模。

我现在正在等待日元短期利率的交易，当日元零利率政策结束时，这可能成为一个10年交易。我不必要抢得太早，甚至我可能会等到他们第一次加息，因为一旦他们改变利率，这种事就会处于运动中。

你是否因为过去的经验而变得更有耐性？

是的，而且我更情愿错过事情，也不愿去做错。如果你问我过去两三年所犯的最大错误，那么其中有两件就是错过了一些事情。

在2002年夏天，我本应该上飞机去阿根廷——那是一生的少有机会，结果我错过了。今年我持有墨西哥比索的多头而不是加拿大元的多头，但是你错过了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以俄罗斯为例子，我原以为尤科斯事件会造成俄罗斯市场的下滑，包括债券市场和股票市场，那将是购买的大好时机。确定无疑的是，我本应该在5年之前就购买了。相反，我只是在等待，以及假设也许尤科斯股票价格为零时才是俄罗斯市场的底谷，那时我会尽我所能购买俄罗斯的股票。

当你进行一笔交易或正考虑进行一笔交易时，你认为亲身访问该地方有帮助吗?

我无法确定那样做是否有价值，尤其是当它与俄罗斯有关。与其他基金管理者讨论更有价值，因为他们现在已经狂欢到相当歇斯底里的地步。那是对冲基金业已经发生改变的另一件事：你最大的风险可能在于你的竞争对手如何建构头寸。

对冲基金业就像观看鲸鱼，因为最大的风险不是鲸鱼攻击船只，而是在于每个人都看见一条鲸鱼，然后都跑向另一端，结果使船翘翻了。那就是当前对冲基金业正在发生的故事。每件事都变得太趋于某一极端从而会使船翻。我希望处于船的另一端，或者干脆就不上船。

你认为市场喜欢检验人满为患的大众交易的可信度吗?

是的，而且现在尤其如此。市场总是在寻找令人悲痛欲绝的交易。有意思的是，如果你完全按技术分析操作，你也许永远不可能知道市场将会真正发生什么，但是通常它确实发生了。技术分所指示的交易方向，往往向你显示了大众所想的事情。

你使用技术分析作为市场行为分析工具吗?

是的，而且我们同时利用技术分析来使我们关注那些我们可能没有观察到的事态的发展。我们拥有一个系统观测，每星期能看到世界范围内的1 400种股票和商品。尽管我从未根据系统的技术分析进行交易，但是如果突然之间印尼的10种股票变得显眼，接下来我们就会重点观察印尼的情况。

你还从哪里获取信息来决定做什么交易?

许多简讯，笔记，杂志。我们能获得的有说服力的观点很少。我们基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上都是围着坐在一起，然后阅读。我们可能会获得激发一个交易点子的四五条笔记，然后存档。在任何时候，我们都有20条热点子在起作用，因此我们知道我们希望买什么并且等待良好的时机进入。

例如，我们已经谈论印度好一阵子了。我认为我们已经错过了一些买入的时机，然后——再次，不可预测事件发生了——出乎意料的选举，他们的股票市场一天之内下滑了18%。在印度，我太贪心了，我们还是没有购买太多。

你在索罗斯基金管理公司工作过，因此你肯定拥有非常有价值的关系网。

我只和一些人交谈。能够获得关于现在实际上发生什么的基本信息是非常有帮助的，但是总的来说，最好在你的办公室里闲坐着观察世界，只做好自己的事似乎更好。

在每一个国家或地区，我都有一个和我合作的经纪公司，他们将给我提供当地更有价值的共识性信息。以土耳其为例子，对于我来说这很明显，因此我问我的当地经纪人："你为什么不推荐一下土耳其的国库券？"然后我从那里获取信息来开展交易。土耳其现在真的让我神魂颠倒，因为它之于欧盟的地位就像北美自由贸易区之于美国的地位。正如美国没有人认识到墨西哥对我们的帮助一样，欧洲也没有人认识到土耳其对他们的恩惠。基本上，土耳其将通过提供廉价的劳动力以及增长的年青人口，来抵消欧洲老龄化以及负人口增长率的影响。

你对于世界的长期观点是什么？

某些时候，我们可能会有一个清晰的看法，但现在还说不太好。

我不知道未来要发生的是金融资产萧条，还是实物资产萧条。我所确信的事情是金融资产不可能延续它们现在的表现，或不可能持续出现现在这样的情况——有如此多的人因鲁莽投资也能获得回报。

我有一个朋友，不可思议，竟然为了买房而每月去存钱。她现在变得经济拮据，因为她每个月为她的度假房子所存的500美金，只能获得1%的利息。而我其他朋友在他们承担不起买房费用时就举债买了房，现在已经开始获益了。因此她打算用存款来购买的房子现在每年已经上涨了20%，这意味着那些大量借债的人事实上已经赚了好几个20%了，这多亏了他们的借贷杠杆，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是她却只有1%的利息收入。这个故事看起来是表明那些借贷生财的人很聪明，但从长期和全社会的角度来看，这是不可持续的。

更长期来看，我们会因草率而生事。如果3～5年后油价达到100美金/桶，我们不会惊讶。亚洲的推动力非常强大。在中国有800万辆非政府汽车而美国有1.2亿辆汽车，但是中国的人口是美国人口的5倍。我并不属于那些说“中国将是世界主宰者”的一类人，而且再次说一下，就像因特网，我不敢确定是否能从中获取收益——但是，毫无疑问中国将会改变世界。

另外一个大体的观点是，我们在某个时候会和中国进行军备竞赛。当日本重新武装其军队时，我们会明白事实上这个进程正在进行中，而且我怀疑在接下来的两三年就会开始发生。现在仅仅是“中国10年”的开始。我们正在看到中国力量的凸现，而且从世界统治力上来说，美国事实上正处于英国在第一次世界大战前后的地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章

新兴市场专家

马尔科·德米特里耶维奇
Everest资本公司

马尔科·德米特里耶维奇自从他19岁起，就一直从事新兴市场投资。他在1978年进行了第一笔交易，然后在1990年创立了自己的公司——Everest资本公司。这家公司现在成为了现存最古老的对冲基金之一。

对冲基金业在过去的15年里发生了巨大变化，而新兴市场投资与它在20世纪90年代初期相比，也已经发生了翻天覆地的变化。首先，以前的新兴市场，比如葡萄牙和希腊都已经发展了，因此已经不再为那些寻找前沿市场的人所关注了。而现在的乌克兰、蒙古和巴基斯坦已经取得了新兴市场头衔的资格，但是也许15年之后，它们也不再是新兴市场。因此，新兴市场的投资随着周围世界的变化而发展。新兴市场是一个充斥着波动性的世界，因此绝大多数新兴市场经理，包括德米特里耶维奇在内，对波动性都缺乏免疫力。Everest资本公司1998年在俄罗斯同时进行贬值和债务延期之后，经历了一个巨大的亏损。然而，不像其他新兴市场的玩家葬身俄罗斯。他没有关闭基金，恰恰相反，他继续经营，而且自从那时起他又超越了一个新的高水准标志，那意味着他的投资已经摆脱了亏损，并扭亏为盈。这是一个非常令人垂涎的业绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德米特里耶维奇的Everest资本公司不仅坚持下来了，而且现在它并不满足于新兴市场和全球宏观交易，正在扩张业务。他正在创立以中国和日本为目标市场的基金，并且进行其他策略交易，比如事件驱动型策略。与此同时，全球宏观投资与传统新兴市场投资之间的界限也已经变得模糊，而Everest资本公司的演变也成为了这种变化的一个缩影。如果实际中全球宏观型经理会在全世界的任何地方、任何资产类别及任何市场上寻找机会，那么这也应该把所有所谓的“新兴市场”包括进去。然而进行新兴市场的投资，只有通过亲身经历、与当地市场接触，以及现场进行尽职的调查，才可能获得关于边缘市场错综复杂的事情。在这方面，德米特里耶维奇以及他的Everest资本公司在过去几十年已经获得了独特的优势。

Everest资本公司现在管理的资产已经超过了15亿美元，而公司的大本营却设在佛罗里达州的迈阿密，远离世界主要的金融中心。一眼望去，在迈阿密港口与大洋边有一座孤零零的办公大楼，在那里，我和德米特里耶维奇谈论了他在充满波动性的新兴市场里的盛衰沉浮。当我第一次和他接触洽谈有关采访事宜时，他回复我说：“除了我已经投资交易了大约15年的事实之外，我找不到自己为什么会这样有吸引力被写进一本书的理由。”但是在新兴市场上，或者在整个对冲基金业，要保持持久力的关键在于容量与气度。德米特里耶维奇安然度过了许多重要的新兴市场的危机时刻，包括1995年的墨西哥危机、1997年的东南亚危机、1998年的俄罗斯危机、1998年的巴西危机还有2002年的阿根廷危机，更不用说那些发生不那么突然的重大变化，比如从社会主义转为资本主义的东欧剧变，以及中国崛起为世界强国。

德米特里耶维奇虽然在瑞士长大，但是他却自己称为来自一个南斯拉夫的家庭，这个称谓也许是他对所见证的世界变化的证明。他热情友善但又温文尔雅。他面部消瘦，但是目光炯炯有神、直透人心底。他的回答几乎都简单短小，给人的印象是他有更紧迫的问题等着解决，比如去发现下一个新兴市场的重要机会。

你是怎样踏入市场的?

当我还在大学读书时，我在银行存了几百美金但是收益甚微，因此我去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行询问我还能把这笔钱干什么用。他们介绍我去投资股票，那就是我开始“上钩”的时候。

我买的第一支股票是房地产投资信托(REIT)的股票，它在3个月内价值上涨了10%。第二支股票是一家叫做Astra的阿根廷石油公司的股票，它的价格在大约一星期之内翻了一番。就在那时，我心想：“这就是我要找的，这就是我余生中所要从事的工作。”

那时我19岁，我的家庭来自南斯拉夫，但我在瑞士长大。当我拿到了大学经济学学位时，便开始合情合理地准备进行投资组合管理工作。我加入了一家瑞士小银行，它属于典型的瑞士风格，在全球范围内进行投资。这就是我怎样跨入全球投资行业的来龙去脉，而且这也是我自从那时起所一直从事的工作。

你为什么要创立自己的对冲基金？

更多是出于意外。我那时在一个叫三角集团的公司工作，它由两个非常聪明的纽约金融家所管理，他们把公司搬到了佛罗里达。过了一段时间，他们决定搬到伦敦，我不喜欢这个主意。我希望留在佛罗里达，因此我决定管理自己的资金和别人的资金，如果别人对此感兴趣。我于1990年创立了自己的基金，旗下资产800万美金。

自从你跨入该行业以来市场发生了怎样的改变？

总的来说，市场由人类的反应构成。因为在一定程度上，人类在过去几百年没有发生本质的变化，当然在过去10年也没有发生变化，因此我认为市场的本质也没有发生变化。看看2000年纳斯达克发生了什么，你会发现人类还是一样。市场存在繁荣、萧条、贪欲和恐惧，但是不会发生什么大的改变。

全球宏观对冲基金业发生了怎样的改变？

当我踏入该行业时，只存在150家到200家对冲基金，而且在那时人们甚至认为数目太多。这些年来，一直存在的主要问题是，当太多的玩家卷入到这个游戏中来时，与从前相比，业绩会在多大程度上受到不利影响。

现在，你有必要区分全球宏观策略或定向型策略与套利型策略。在过去几年，套利型策略被使用得太频繁了。现在有8 000到10 000家对冲基金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就你可以套利的东西而言，并没有足够的供给去满足套利需求。而这正是收益为什么下滑的原因所在。

在全球宏观对冲基金市场中，不管是在1990年还是在2005年，市场如此之大，以至于只要你紧跟正确趋势，那么究竟有多少家对冲基金已显得无关紧要了。过去和现在的困难，都在于捕捉到趋势。最近，如果你投资数百亿美金于石油市场，那你就可以大赚一笔了。从这种观点来说，市场事实上什么也没有改变，你只需要正确地捕捉到趋势。

现在信息流动更快了。在1990年我们没有因特网，但是区别不大。许多最好的投资机会，事实上需要花几星期，有时甚至几个月才能明确地形成投资决策。

你认为所有的套利型策略，是为全球宏观对冲基金创造了机会还是消灭了机会？比如说，你会把过去几年的波动性下降归因于相对价值型和套利型基金吗？

当然是个因素，但是低波动性往往是个暂时现象。我们在1993年和1995年经历了相同的情况，然后波动性反弹了。波动性与这种事实更有关系——过去几年没有发生外部冲击，人们的情绪平静了，因此我们只有等待。

在这些日子里，对冲基金业的每一个投资者似乎都喜欢那种每月盈利1%的策略。问题在于，当每个人都希望这样时，那么很可能变成每月盈利0.5%。投资者通常都希望交易平稳而获得收益。

我们十分相信沃伦·巴菲特所说的：“我更愿意拥有15%的坎坷收益，而不是拥有12%的平稳收益。”在过去的15年中，Everest已经为投资者带来了的平均每年15%的净收益率，尽管有时充满坎坷。

我认为与我们的收益水平相对照的是，其他收益不可能再有平稳的12%，而更可能是每年6%～8%。它只与投资者的偏好有关，而且很明显的是，对于我们自己的投资偏好来说，在全球宏观对冲基金市场中，我们特别偏爱更坎坷的、更高的收益。

就投资组合的建构而言，通常你是投资于许多小规模的、有希望但相互之间不相关的头寸，还是只投资于几个大赌注？

前者。这些年来，我们已经发生改变了。我们不再在投资组合中拥有高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度集中的风险。1998年以前，我们会在国家层次上拥有集中的头寸，但是在个人股票或债券层次上，会尽可能使头寸多样化。在1998年，我们俄罗斯的头寸非常集中，从而遭受了惨重的损失，因此之后我们改变了投资组合的建构方法。

很明显1998年的交易是个错误，因为在他们采取债务违约和货币贬值双重措施之后，任何在俄罗斯交易的投资工具都崩溃了。股票、货币、本币记值债券、外币记值债券都毫无例外地没有幸免。

从这个教训中，我们懂得了当一个国家发生内爆时，它的行为就像是一个公司被发现有管理层存在欺诈一样。1998年投资俄罗斯就像2001年投资安然，安然所有的股票、债券、应收款项，以及养老金都遭受了损失。所有与安然有关联的东西都崩溃了。

自从那之后，Everest就对在每一个新兴市场所能拥有的敞口采取了严格的限制。而且我们把新兴国家总体也当成一个公司来看待。

1998年之后，我们改革了我们的风险控制措施。我们以前也有风险控制措施，但是在吸取教训之后，我们实际上加强了风险控制。尤其是我们设置了非常严格的对每一新兴市场国家敞口的限制。全球宏观型基金的限制是10%，而对于新兴市场型基金，略有放宽，是15%。

如果你带着新的限制回过头看俄罗斯事件，我们也会遭受伤害，但是损失会更有限。像波兰、捷克、匈牙利等其他东欧国家就没有发生违约，尽管他们因受到俄罗斯的牵连也出现了抛售，但是能很快强劲地东山再起。

我知道你在1998年俄罗斯危机之前，清空了你的俄罗斯头寸。但是，你在俄罗斯贬值和违约之前又重新进入，发生了什么事情？

1998年以前，我们投资于俄罗斯的债券市场非常成功，包括俄罗斯联邦财政部发行的本国以美元记值的债券、前苏联的俄罗斯外贸银行的债券以及政府债券。到1998年春天，我们并没有完全退出俄罗斯，但我们已经大大减少了我们的头寸。然后在7月，当收益率事实上开始上升时，我们以为这是个大好时机。我们有理由相信他们会贬值，但是我们认为它会在我们的可控范围内。一种货币贬值10%～15%，是可管理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们始料未及的是俄罗斯同时进行贬值和债务违约，从经济学上来说这是讲不通的。第一次有国家贬值和债务违约同时进行，因此它造成了真实的恐慌。一个政府会那样做，这是史无前例的，因为通常你只会遇到其中一个。

从它们自己发展的角度讲，这样做并不合适。实际上俄罗斯因自己的行为而遭受了报应。最近，它们变得很幸运，那是因为油价剧涨，但是如果没有发生油价剧涨，俄罗斯应该还处在从前那些行为而导致的痛苦之中。它们本应该做一些亚洲国家在1997年所做的事，即贬值但没有违约。我最近听到一个很有信服力的关于为什么俄罗斯那样做的推断——叶利钦不具备统治一个大国所需的最聪明的经济头脑。

1998年秋天你损失了你对新兴国家基金投资的过半价值，但你却没有像当时其他那几家基金关闭基金，为什么不呢？

继续留在行业是那时正确的选择。我的投资者中有人希望继续和我们留下，我感觉关闭基金对他们不公平，于是我们在几个月后又重新开张了。这是个艰难的选择，因为我们并不知道究竟有多少投资者和雇员愿意和我坚持下去。许多投资者有信心和我们一起留下，还有几个投资者增加了他们的投资，这实在是棒极了。

你是否利用恐慌作为机遇，从而在1999年重新回到俄罗斯？

我们开立了几个头寸，虽然并不大，但结果显示是非常棒的交易。

我们尽可能摆脱情绪化地看待事物。你必须忘记事情在昨天、一个月前或一年前的样子，只要弄清楚它现在是否行的通就行了。我们的部分工作是问我们自己，如果我们不考虑过去的话，在当前的价格水平下我们是应该还是不应该考虑这个投资呢？如果答案是“yes”，那么即使我们在过去投资亏损过，我们现在也应该投资它。

你心中有年度收益率的目标吗？或者它是取决于市场形势吗？

我们观察单个头寸的年度收益率，而不是投资组合的整体目标。我们开立那些我们知道的头寸，因为头寸的收益率虽低，但成功率很高。然后我们会寻找一些更具进攻性的头寸，相应地扩大规模，而且接受它们将会呈现更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大波动性的事实。

同时，我们的投资时间期限也因事因时而异。对一些短期的交易，我们会寻找催化剂或者事件，我们期待事情在预定的时间框架内发生。对其他的更长期限的头寸，我们知道有基本面会驱动该交易好多年。有些头寸，我们已经持有了3~4年。

你能给我们举一个你现在所持有的更具进攻性头寸的例子吗?

我们相信新兴市场的股票非常诱人。这是我们投资的核心主题。

退到国家层次，然后是部门层次，我们喜欢巴西股票，尤其是巴西银行的股票。巴西很吸引人，因为他们可能已经接近完成了加息过程，而这对银行来说是有益的。而且，很可能有一家全球跨国性银行会收购一家巴西现存的独立的银行。

你是怎样管理高风险头寸的?

刚开始时我们会通过观察我们认为的头寸可能会损失多少，然后调整规模一直到令我们对风险水平满意为止。一旦我们做完前面所述的事，我们会尽力观察头寸是否可以规避风险——直接通过期权，或间接地通过一些我们认为与投资工具相关的事物都可以。

在巴西银行股票或巴西其他的股票的例子中，我们认为巴西债券市场相对于股票市场来说定价存在错误。巴西债券相对于股票来说定价过高，因此基金卖空了一些巴西固定收益作为对股票风险的规避。从宏观策略角度讲，如果巴西被继续看好，债券会继续紧缩，但是我们认为从这种情况看股票甚至会更好。在巴西出现抛售的情况下，债券空头可以作为股票交易的一个很好的规避工具。

似乎某些新兴市场债券的当前定价是你看好的新兴市场投资主题，而不是股票? Everest在构建它的整个投资组合时，是否将利用相关的债券工具来对冲股票风险来作为一种投资策略?

我们会寻找各种类型的投资机会。在一些情况下，债券自身就是针对某些情景的投资工具（如那个国家发生了意想不到的糟糕事情），而不仅仅是一种对冲的工具。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你使用止损措施吗?

止损措施在连续市场中有用，我们就在连续市场中使用。但是，当你在市场并不连续的情况下进行濒临破产的债券或价值策略交易时，止损措施并不起作用，而且可能产生危险。我们的止损水平总是自我设定的。如果你给同伴下止损指令，他们往往会不可避免地受害。如果自我止损措施受挫，我们会进入1个月的冷却缓冲期，在这期间基金不会重新进行交易。

自从你创立Everest以来，你最喜欢的交易是什么?

在1995年年初购买白兰地债券是十分吸引人的交易，龙舌尾酒效应（Tequila effect）的蔓延给我们创造了绝妙机会。

在1994年，许多资金流进墨西哥，因为墨西哥实行盯住美元的爬行盯住汇率制度，因此投资者认为投资会十分安全。稳定的汇率吸引了好多资金流向当地叫债券——由墨西哥政府发行的固定收益证券以美元标价，收益率比美国国库券更高。如果两国汇率盯住不变，那么两国利差将提供非常可观的套利空间。

当墨西哥在1994年年末宣布贬值时，这完全出乎意料。好多投资者在墨西哥和其他拉美国家债券市场举债经营，因此贬值给他们带来了进一步贬值的恐慌，或者叫龙舌尾酒效应。委内瑞拉、阿根廷、巴西出现了严重的抛售债券现象，但这些国家的现实经济形势却差异很大。

我们认为白兰地债券交易价格相当之低，而且低得有些荒谬。白兰地债券的本金用美国国库券偿还，因此当你购买其中一种债券时，你基本上得到两种证券。本金是美国国库券的零息票债券，很容易定价；而息票流的收益，则可用当地国家的主权风险来反映。

当其他的拉美国家的白兰地债券受墨西哥之累而进行市场抛售时，一旦你把本金那部分的零息债券剥离，剩下所承受的风险只是息票部分的当地主权风险。由于这些息票中隐含的收益是如此之高，以至于我们觉得这是一个极佳的收益/风险投资机会，值得一试。结果，这种债券对国库券的主权风险差价，最终从1995年早期的1 900个基点下降到了1997年的400个基点之间（参见图14-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此外，谈到在这种方向性交易的交易规模大小，我认为你可以投入数百亿美元在这种交易上，从而大赚一笔。

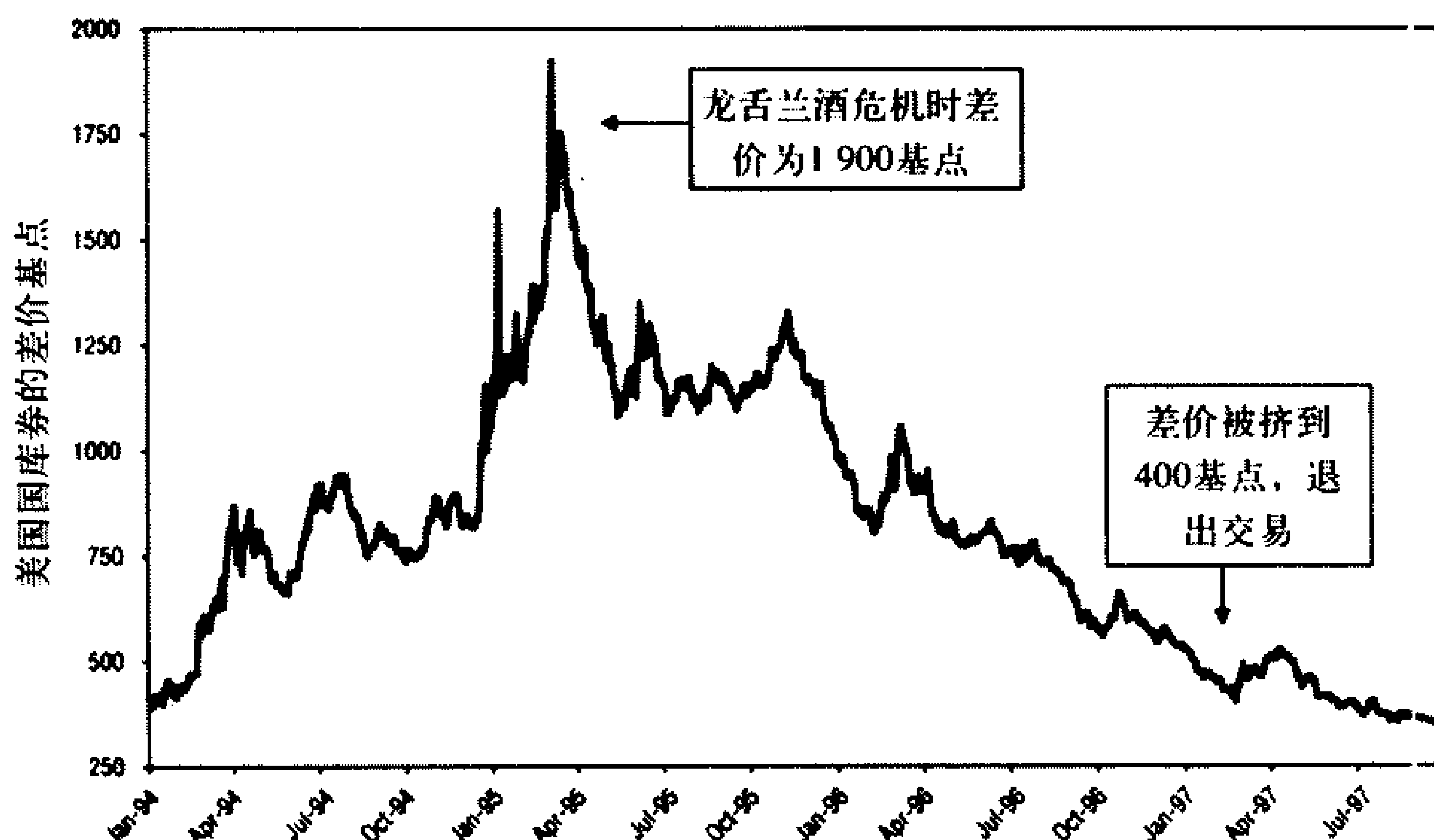


图14-1 摩根所有的白兰地指数（EMBI差价），1994～1997

资料来源：JP Morgan.

新兴市场最好的投资机会，总是发生在恐慌或自然灾害之后吗？

确实如此，对此我毫无疑问。但是，很明显的是，我们不希望任何人遭受灾难。

事实上，我们在没有危机的时候也赚了很多钱。有时，正是那些漫长的安静时刻，才有产生发展机会的势头。正是当投资者把事物从估价过低抬高到合理水平而最终又弄到过高水平时，你才能获得一些可观的收益。

那就是说，我们喜欢约束投资。不管是自然灾害还是人类行为造成的市场抛售，我们总是会对之进行研究剖析来决定是否购买。比如，美国因“9·11”事件而发动阿富汗战争之后，我们感觉巴基斯坦将成为美国及国际援助的大受益方。我们观察它们的市场，感觉它们的货币与股票都很便宜，因此我们大量持有该国的头寸，而且自那之后我们干得非常好。有三四种巴基斯坦股票的交易量相当大，我们用当地货币购买和持有它们（参见图14-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

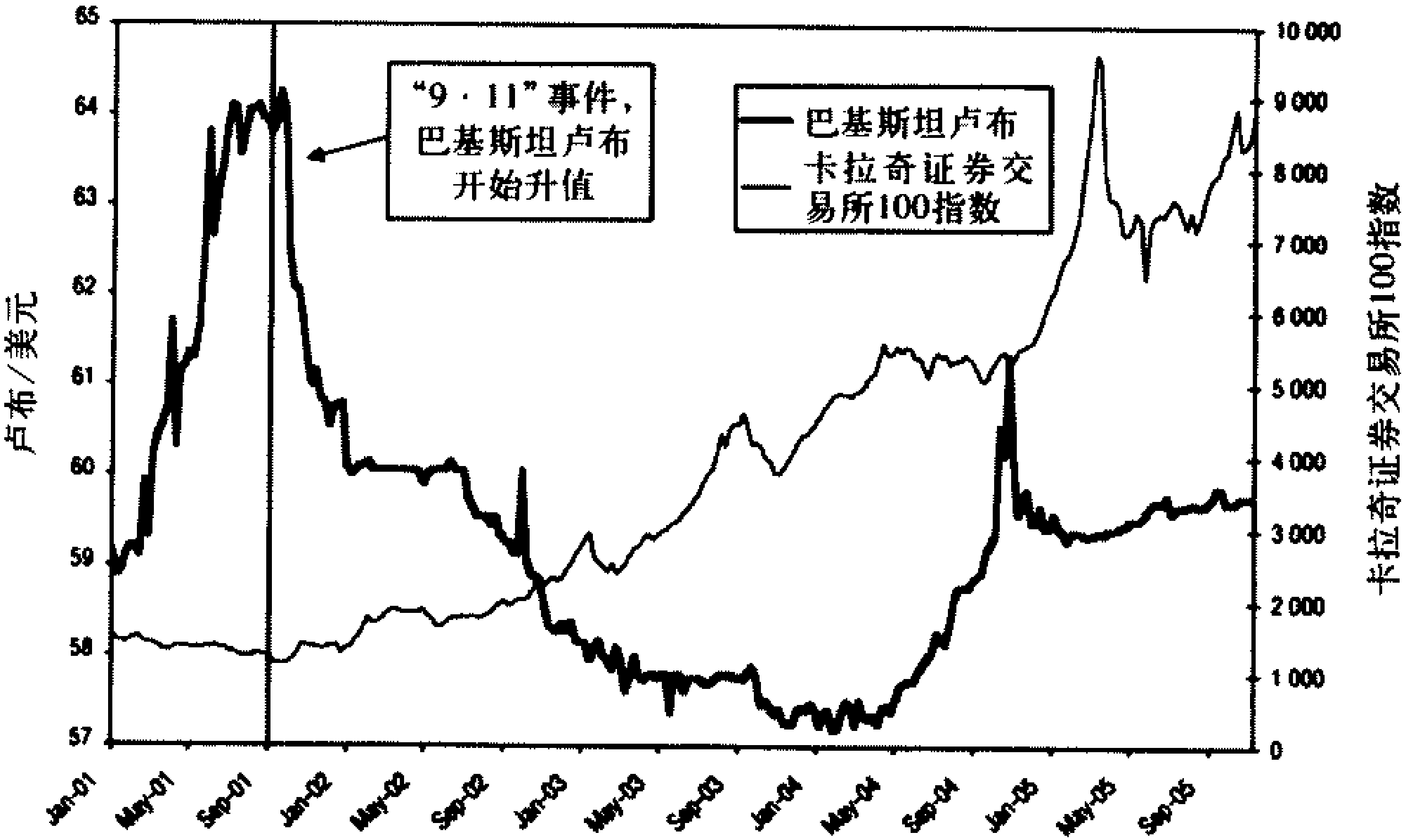


图14-2 卡拉奇证券交易所100指数(KSE100)和巴基斯坦卢布，2001～2005

资料来源：Bloomberg.

是不是因为新兴市场的投资者现在信息更灵通，从而使不正当的蔓延与20世纪90年代相比风险已经降低了？

许多新兴市场已经变得更深邃、更富流动性，这归因于现在在这些市场中进行投资的人数的快速增加。好多新兴市场上发生的一个最重要的变化，就是当地人参与本国市场投资的人数。全球市场的参与者，尤其是新兴市场的参与者人数更多。他们在不断创造财富，他们的储蓄率更高，从而他们开始在资本市场进行投资。他们的第一笔投资往往投资于他们自己的国家，而这就是我们“母国偏好”这个词的来历。这有助于降低我们过去所见到的市场之间的相关性或蔓延效应。

母国偏好

母国偏好(home country bias)是一个被经验证明的行为现象，也就是投资者往往会把他们自己绝大部分的资产，并不是全部，投资于他们的母国。这种权重过高有悖于多样化投资的概念，暗示着投资者相信外国市场的风险比本国市场高好几倍。这种行为往往会造成国家间资产和交易工具相对定价的非有效性和紊乱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最近的六七年前，一些大基金和银行自营商部门还是新兴市场最大的玩家。现在，市场深度因拥有更多的参与者而变得更深，不再是只有伦敦或纽约那种几个人驱动的新兴市场。

看一下最近发生的新兴市场的危机——阿根廷贬值和债务违约。阿根廷是新兴市场国家中借债最多的国家，数百亿美金债务被延期偿还。按照过去的经历，你会认为阿根廷违约对其他新兴市场造成的冲击将和俄罗斯违约一样大或更大。然而，事实并不是这样。投资者从1998年的教训中吸取了经验，那时许多关联性市场都被想当然地恐慌性抛售了，其实本不该这样。而且，这些新兴市场现在的本国推动力与调控力比以前更强了，这也是一个关键的事实。

当中欧的本地投资者看到阿根廷违约时，他们知道这对他们没有影响。他们的国家与阿根廷没有太多交易往来，他们的银行没有与阿根廷相关的敞口头寸，而且他们的公司与阿根廷没有任何关系。因此，他们的市场不应该受阿根廷影响（参见图14-3）。

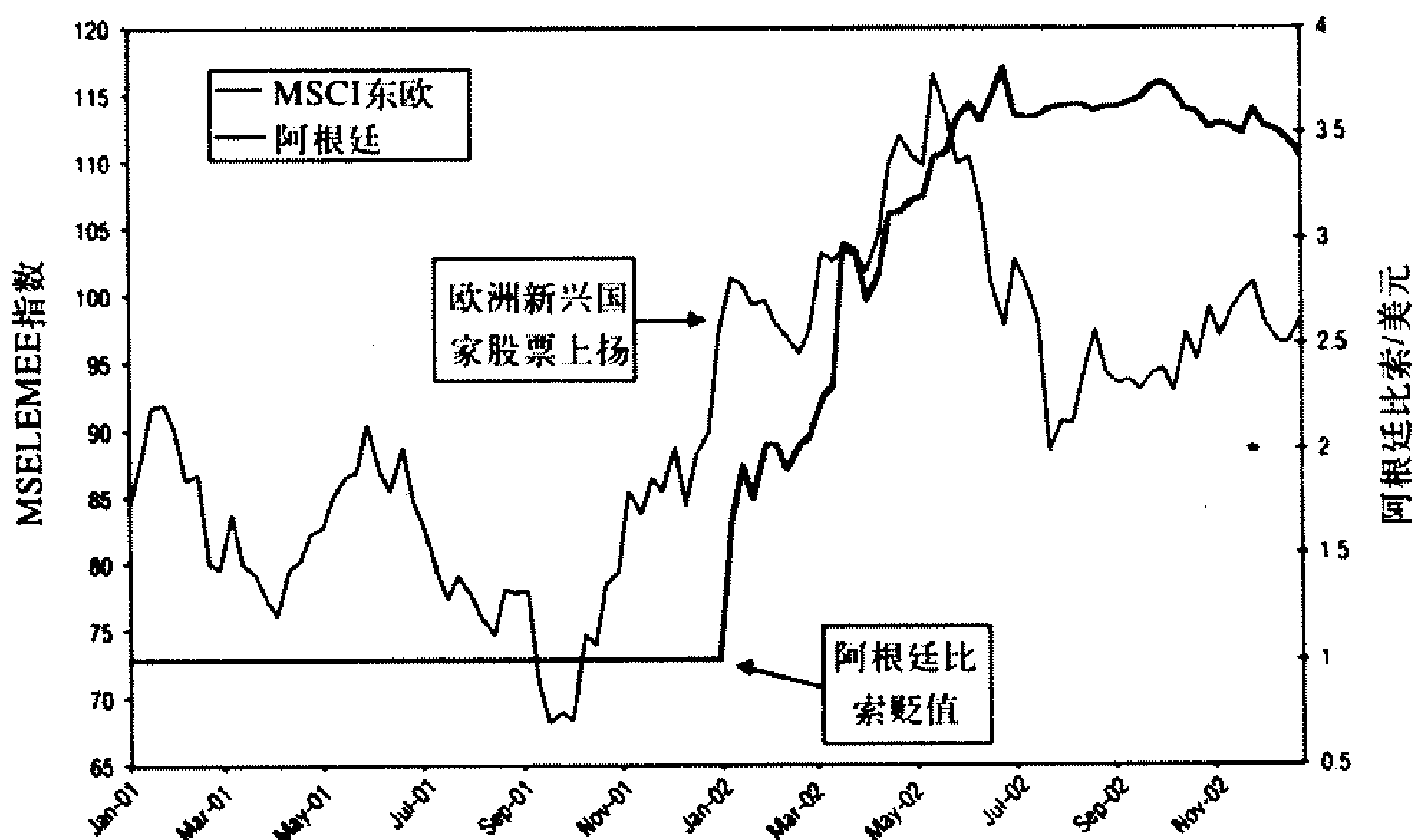


图14-3 阿根廷比索和MSCI东欧新兴市场(本国货币)指数，2001～2002

资料来源：Bloomberg.

不幸的是，在阿根廷，我们没有进行货币或债券的卖空交易，因为它们非常昂贵。而且关于时机选择，我们也没有预知未来的水晶球，因此也就无法预知危机的爆发了。同时，我们在俄罗斯的遭遇也阻止我们在利率上升时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有利率产品多头，因为很明显这难以持续。

一路过来，你还吸取过其他交易的经验教训吗？

当然有。比如关于定价，不管你认为它有多便宜，它总能变得更便宜。反过来也一样，不管你认为某物定价有多么过高，它总能变得更高。

而且你还必须格外小心那些依靠历史的策略。当人们说类似“这交易价格从未超过X。”“这以前从未发生过。”或“波动从来不可能超过3个标准差。”这样的话时，通常现实中就可能发生。

存在某些你所寻找的、认为标志着好的新兴市场交易的特定变量吗？

不存在固定模型与固定套路。事实上是因事而异。

你现在主要的投资主题是新兴市场的股票，你把它共同概括成为“新兴市场有限公司”，这很有吸引力。你其中一个论据，就是共同基金在新兴市场的股票市场的投资过少，为什么集中在共同基金上而不是对冲基金呢？

直到现在，新兴市场上的对冲基金绝大部分只涉及债券市场，这样它们就可以利用杠杆。参与新兴市场股票市场的对冲基金，事实上谈不上是好事，但也说不上是坏事。如果世界上只做长期交易的、传统型投资者（养老金、捐助基金、共同基金以及其他长期投资者），把他们的部分投资组合转换为新兴市场的股票投资，那么这种交易将会更有效果。

如果本地资金转为投资他们的股票市场，也会同样有帮助。例如在韩国这样的地方，绝大部分本国人民把自己的储蓄都投资在他们的债券市场上。

人口特征对新兴市场有多大重要性？

非常重要，但那是个缓慢的推动力。我们根据3～5年的情况来考察交易，这样的话，我们受人口特征影响不大。但如果你眼光放远点，养老金基金就应该这样，人口特征就会极其重要。绝大多数发达国家都存在人口问题，然而新兴市场在他们消费阶段初期却受惠于他们不断增加的人口，从而才能使其劳动力源源不断得到补充。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你提到的新兴市场的股票很吸引人的论点中有一个证据是结构改革这一积极因素，你怎样测量新兴市场的结构性改革？

你只须看一看他们以前处于怎样的状态，现在怎么样以及将来怎样。我们已经目睹了，许多新兴市场在使投资者更便利地购买和控制资产方面取得了较大进展。新兴市场正在引进接管法。许多地方正在施行降低税率的改革，甚至已经改革到这样的程度——新兴市场国家的税制比发达国家还要好，发达国家包括美国。这些都是我们所寻求的趋势。

考虑到技术进步的步伐，你认为发展中国家在一些方面比发达国家更有优势吗？

哦，毫无疑问。看到发展中国家在超越是件好事。在电信业，发展中国家跳过有线电话发展阶段而直接进入移动电话。关于基础设施，它需要较少的投资而发展却更快。因此你会看到整个国家的人民拥有手机，而这将加速经济的发展。人们不必再等上几星期把他们的邻居、街道以及他们的住宅联结起来。

因特网也是个例子。贫困国家的人民可以接触到网吧，突然之间，他们几乎不花成本就可以与全世界的人联系。发展中国家的公司拥有网站，这样他们可以以非常低的成本在全世界范围内销售商品，因为其他地方的人民现在可以知道他们的存在。毫无疑问，发展中国家拥有一些后发优势。

过去几年，美元的下滑趋势多大程度上有助于持有新兴市场股票多头的主题？

依情况而定。我们总是独立地看待货币，如果Everest对它持消极观点，我们会进行风险规避。在许多情况下，现在新兴市场的股票之所以吸引人的原因，在于他们的货币也估值过低。现在，绝大部分Everest的股票组合都没有进行货币风险回避，因此从这点来说美元的下滑趋势是有帮助的。

然而，弱势美元并不是我的投资主题的一个必需成分。在一定程度上它或许有助于使一些商品更强劲，因为美元的弱势而一些新兴国家是商品出口国。如果现在美元稳定，它未必会使我们的主题无效，因为鉴于商品供给约束，即使美元强势一些，商品价格也会保持强劲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你认为世界正在远离美元标准吗？

欧元正在成为美元的一个替代物，因此从这点来讲，事实是如此。问题在于，这在多大程度上是因为欧元在过去3年升值30%造成的无奈结果？如果欧元反向贬值，人们还会如此渴望美元的替代物——欧元吗？

如果出现美国国库券大量抛售，新兴市场还会有如此表现吗？

这也依情况而定。如果通货膨胀得到控制，那么国库券抛售是因为经济增长，新兴市场的神话将会继续上演。因为增长环境下的股票和直接投资给固定收入投资者提供了良好的备选。

这也取决于美国国库券抛售对美国股票市场造成什么影响。如果美国的股票和债券也出现抛售，考虑到它们在世界投资组合中的巨大份额，那么新兴市场也可能下滑，虽然他们会下降更少。总的来说，考虑到绝对业绩，如果美国股票下滑，我很难想象新兴市场会上涨。

假定中国是新兴市场中的大问号之一，你怎么看？

投资者正在过分简单地误解中国。关于中国究竟是软着陆还是硬着陆的整个争论，并不是问题关键之所在。中国，像美国一样，拥有许多不同的区域和部门，它们每一个都有自己的动力和自己的故事。

以汽车业为例子。在中国有17家拥有一定生产能力的不同的汽车生产厂商，所有生产厂商都渴望占领市场份额以期望以后转变成利润，但却几乎没有一家实现盈利。因此我会说中国的汽车制造业即将进入硬着陆。

与此同时，即使中国的经济急剧地放慢增长，休闲与旅游业也不会出现硬着陆。有如此多的人，已经进入了有足够多的可支配收入去度假旅游的阶段。存在如此多受到抑制的需求，以至于在很长一段时间内，你不可能会看见中国旅游业的减速。

类似的，每个人都在谈论上海的房地产泡沫，但是那不意味着整个中国都出现了房地产泡沫。那好比说，堪萨斯州存在房地产泡沫，只因为汉普顿或棕榈滩的房地产价格已经达到顶峰。在中国的某些地方事实上存在住宅短缺。在一些区域，住宅价格在过去7年上涨了40%，而同期收入上升了70%。因此在一些地方购买力实际上升了而不是下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们在中国花了好多时间，因为它是一个非常大的地方，各区域与各企业的情况非常不同。没有人敢笼统地说中国仅仅是一个地方。

关于中国的一个普通看法是，当西方投资者尽力投资中国时他们会遭受失败，因为他们不了解中国。Everest中国机会基金更多地投资于受惠于中国的其他国家而不是中国本地，那是你作为西方人避免受伤的做法吗？

我们认为，许多源于中国事件而导致的赢者和输者，都是产生于中国之外。只有20%左右的基金资金被投资于中国，而其他更大部分资金被投资于中国境外。

我们寻找那些向中国出口的公司，或者为降低制造成本而在中国设厂的公司。相比较中国本地的公司，我们通常更容易找到那些受惠于中国经济的传奇公司，或者说更容易看到它们怎样从中国正在发生的事情中受益的公司。因此，直接对中国进行投资并不是一件容易的事，这就是我们为什么只把大约1/4或者更少的基金资金投资于中国的原因。

你能给我们举一些Everest在中国进行直接投资的例子吗？以及你怎样克服某些方面缺乏透明度的难题？

Everest投资于上海振华，那是一家集装箱起重机生产厂商。考虑到我们所看到的世界船运业的扩张，港口码头也正在扩充容量，因此船运业将会需要更多的起重机。这家中国公司在该领域处于世界领先地位。

Everest已经投资于A股、B股和H股。因此，我们非常熟悉这个市场。我们有4个员工会说北京话，其中一个是来自上海的中国人，因此我们认识那里的很多人和公司。

你的中国基金中，有受益于中国的美国公司吗？

Yum Brands就是一家受益于中国的美国公司。Yum Brands是肯德基和必胜客的合伙人。他们收益增长的很大一部分来自中国。寻找受惠于中国的公司的一个难题是，你必须找到那些在他们业绩的增长中中国因素占到足够大份额的公司。如果一家公司受益于中国的业务景气，但是它在公司收入中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的份额只从0.5%上升到1%，那么投资于该公司的理由就不充分。

从中国市场获得强劲收入增长的一个部门，是欧洲奢侈品公司。我们期待在可预见的未来，他们超过一半的收益增长来源于在中国的销售以及对中国游客的销售。投资于那些公司，是表达我们看好中国人的可支配收入和旅游业观点的一种方式。

你认为新兴市场中股票投资的主要风险是什么？

恐怖主义是一个明显的短期因素，因为它对经济增长有破坏性效应，但我不认为它能摧毁经济神话。

比如说朝鲜显示的核威慑，存在他们在绝望之下使用核武器的可能性。Everest用来规避这些低概率但不可忽视的事件的一种方法是，购买关于朝鲜的信用违约掉期，有意思的是，相当便宜。

你认为市场低估了尾部巨灾风险吗？

对，我已经不时地看到。所有人都认为不可能的事情也发生了。1987年的股市风暴、1994年的墨西哥贬值、1997年的亚洲贬值以及“9·11”事件，都是难以想象的。

你是否会预见到，有一天“新兴市场”这个术语将不再存在？换句话说，所有新兴市场都发展为第一世界或发达国家？

非常有意思的一个问题。我们已经在欧洲见证过它的出现。你看到像葡萄牙和希腊这样的国家已经实现了，而且你很可能看到3个中欧国家在不久以后会发展到发达国家的地位。韩国与台湾是亚洲已经出现的两大经济体。

许多国家将要进入发达国家行列，但是我们也会见到许多其他国家开放起来去取代它们的位置。还存在许多小国家，就资本市场而言它们几乎一无所有。但是即使这样，在将来某个时候，整个世界都将得到发展。只是现在，我们离那还很遥远。

从这种情况看，你怎样看待土耳其？

我们喜欢土耳其，Everest投资了它们的一些股票。土耳其已经受惠于它们的货币兑欧元更便宜的事实，而这给它们从欧洲带来了许多以投资和旅游

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为形式的资金。土耳其银行的股票对我们特别有吸引力。在新兴市场的国家里，你会不时地看到：当利率下降时，受到抑制的消费信贷需求会爆发。那将使银行有利，因为人们会开始利用贷款或按揭购买住宅，而不是用现金。

Everest现在进行的一些更加独特的新兴市场交易是什么？

塞浦路斯、蒙古以及乌拉圭，是Everest最近已经投资的更小一些的市场。

你从哪里获取发现这些机会的信息？

旅行——和当地人交谈，阅读当地的报纸。旅行是获取那些不能通过阅读所能得到的信息的重要方式，而且可以在全然无意中有所新奇的发现。在城市里，你可以观察建筑的水准，观察人们在店铺里做什么，和旅店里的人交谈，试图感知所遇到的人的类型，以及他们来自哪里。当地人对他们自己的市场是看涨还是看跌呢？他们的感觉随着时间流逝发生了怎样的变化呢？

我们观察价格水平，做一些理论上购买力的平价研究。这些未必对事情有立竿见影的效果。我们也未必会从这些观察中赚钱，但是它通常会给我们很好的投资冲动的刺激，尤其是当你一次又一次回到某个地方观察事情发生了怎样的变化时。

在过去20年里，我一直去东欧和拉丁美洲考察。我和一起工作的人在过去15年里，频繁地去亚洲旅行或者居住在那里一段时间。我和我的合伙人、同事去旅游，然后回来在一起相互谈论我们所见到的。

当你旅行时你也会和政府官员会面吗？

没有。我们发现价值相当有限。例如，我几年以前和乌戈·查韦斯（Hugo Chavez）见过面，我原以为他将给委内瑞拉带来福音。一段时间以后，真的是事实胜于雄辩。

Everest在纽约和伦敦都没有办事处，只在迈阿密、日内瓦及百慕大有办事处。这是不是因为远离主要的金融中心，有助于你与众不同，从而故意那样去设计的？

我不知道那样做是否是优势，但是Everest自从创立以来就那样经营，并没有对我们造成伤害。两年以前Everest就在新加坡开了一家办事处，作为亚洲代表处。从更长远来看，我们会看到一个中国和美国相互竞争的两极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界，因此我们有必要在中国设立办事处。

当Everest开了一家新办事处而雇用新人时，你会寻求哪种在新兴市场能成功的标志性技能？

事实上这种技能是各种不同元素的组合。我们喜欢那些具有新兴市场交易的经验，以及具有好奇心和探究精神的人。通常他们不需要具备我们这些成手已有的背景，也就是不需要能够观察债券市场、股票市场以及货币市场。他们通常来自那些技能领域的其中一个就可以了，因为Everest会培训他们。我们只是希望他们有足够的好奇心和聪明机智，以至于能够观察所有的资产类别。那是应对新兴市场最好的方式。

对那些有志于有朝一日能管理数十亿新兴市场基金的人，你有什么建议？

你必须热爱投资，每天都要观察新事物。尤其是在新兴市场中，你会遇到如此多瞬息万变、不可预测的事情，因此你必须适应它。尽量充满好奇心，去那些你感兴趣的地方实地观察，尽力独立思考事情将会怎样发展、会发生什么灾难以及怎样从中赚钱。

是什么促使你在投资活动中保持精力充沛？

答案是乐趣。就像拼图游戏，每一天板块都在移动，而你必须尽力把它们拼凑在一起。每年你都在被人评价着拼凑板块的能力，与此同时你确实很难找出像投资一样有如此多乐趣和挑战的事情。

如果我以前从没有做我现在正为Everest所做的事，我肯定会用自己的资金做同样的事。那就是我怎样起家的。当我创立基金时，我不知道我是否能找到投资者来投资，我只准备用自己的钱做交易。也许我那时太自以为是，我认为每年能获得15%的复利，我靠那样生活就能活得很好。幸运的是，我们已经那样做了。

似乎目前有太多的对冲基金策略了。全球宏观对冲基金交易尤其是新兴市场交易让人兴奋和充满乐趣，因为运动场是如此之大，而愿意从事这份工作并且真正愿意掏出资金来玩这个游戏的人相对太少。我们相信在未来的许多年里，对于我们的投资方法和我们的投资者，这是个好兆头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

固定收益证券的专家

大卫·戈顿与罗布·斯坦丁
伦敦分散化基金管理公司

伦敦分散化基金管理公司（London Diversified Fund Management，以下简称LDFM）的大卫·戈顿和罗布·斯坦丁的投资风格，代表了对冲基金界的另一种演变趋势——将固定收益的相对价值与传统的全球宏观策略进行有效结合。当其他的基金经理人只是简单地跟着主流投资风格随波逐流的时候，这两个低调的英国人在坚持自己的投资风格一段时间后，悄悄地挂出了令人惊讶的业绩数目。他们管理的基金是1995年由摩根发行的，在其第一个10年中——收益波动5.5%的标准差范围内，他们获得了超过15%的年平均回报率；与此形成鲜明对照的是，这10年中美国国库券指数在6.6%标准差的波动范围内，其收益率才刚刚超过7%。换句话说，与一个被视为无风险的证券投资指数相比，戈顿和斯坦丁在承受更小风险的同时却给投资者提供了两倍的回报。

这两个40岁左右的伙计通常不太在公众面前露面，所以并不是英国家喻户晓的人物，其他地方的人对他们更是知之甚少。事实上，即使在对冲基金的世界里，他们也很少为人所知，虽然大多数人都知道他们的基金公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们通常都工作在一个相当深奥且为外界所不知的世界，在那里，先进的数学、熟练的技巧和高级的算法是进行交易所必需的工具。戈顿和斯坦丁通过运行一些定量模型驱动的工具来捕捉相对价值的变化，利用全球债券市场的细微变化和低效率来决定持有类似证券的多头或空头仓位。他们的独特之处在于他们利用全球宏观策略来进行相对价值差异的套利交易。一旦市场出现极端压力，他们都会迅速地给出一个解套的组合办法。1998年，突如其来的俄罗斯危机和随后爆发的长期资本管理公司的危机相继发生，很多相对价值的套利基金都破产了。然而，与此背景相对照的是，伦敦分散化基金管理公司在这一年的收益率却达到正的10%。这种优异的表现，说明LDFM在当时有限的相对价值套利机会中获取了其中相当大比例的盈利；而此时大部分其他的同类竞争者，要么正在舔着自己的伤口休生养息以苦渡难关，要么干脆被迫直接关门了。

我拜访了戈顿和斯坦丁在伦敦的办公室，那是一个位于伦敦敦西区美福尔社区里一栋不起眼的小楼的第五层。在我与两位绅士的聊天中，给我留下深刻印象的是，我感觉只是在一个漫长的一天中，用一种非常有条理的方式以最大的效率和对细节的关注来进行的另一次访谈。会谈中，他们很少开玩笑和逗趣，但却很有礼貌，谈话十分理性。他们看起来是以处理市场的方式来处理生活和工作，必须要求自己像刽子手动刀那样精确地去应对市场，从而为客户创造堆积如山的金钱。这种工作及其操作手法，通常被他们描述为是竞争残酷的和神秘深奥的。

你们给自己定位，是相对价值套利基金，还是全球宏观对冲基金？

戈顿：应该说，我们是兼顾相对价值与宏观的基金。通常，我们将三分之二的风险投入相对价值，三分之一的在宏观上。然而，如果某类资产的投资时机很好，我们也可以将百分之百的资金投入到这两者的任意一种。

90年代中期，当我们第一次发起相对价值与宏观基金时，在推向市场的过程中投资者并不买账，因为它不符合以往的特定模式。我们花了很大力气，向投资者解释纯粹的相对价值投资策略是非常危险的，因为没有人能确切知道资产价值的准确高低。在长期资本管理公司出事以后，人们才觉醒并意识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到纯粹的关注相对价值是多么危险。在长期资本管理公司休整复苏期间，完全从相对价值交易中解套几乎是不可能的，这时最好的对冲策略就是经典宏观交易，比如说欧洲美元期货和虚值期权交易。

你们怎么定义全球宏观？

戈顿：全球宏观试图找到这几类主要资产之间的不平衡，考察的资产包括股票、商品、固定收益和外汇。宏观策略意味着站在山顶往下看，努力去发现应该对这4大类“棋子”中的任何一类而采取的行动。

一个纯粹的全球宏观基金与LDFM的区别在于，我们希望在全球经济的缓慢变化阶段，能够足够细地关注其中的细节并努力从中获取利润。我们的分析师和博士们花费了大量的时间，通过各种各样的模型来分析市场变化的每个细节。然而，我们不会像纯粹的全球宏观基金那样在大规模的宏观交易中采用财务杠杆。应该说，我们在经济周期中市场变化较慢的阶段做得更好，而且平均来说，我们确实做得更好。

斯坦丁：同样，我们的全球宏观视角对于我们所有的相对价值和宏观策略交易，也是一个重要的决策参考依据。如果宏观视角出现较大偏差，那么我们的许多其他战略也将失效。不管是相对价值模型，还是其他宏观定量模型，所有的投资策略中必然都包含宏观组成部分。甚至，相对价值模型在计算利率、波动性和收益曲线形状时，也都参考了重要的全球宏观要素。

全球宏观的优点在于非常容易将大规模的资金分配到不同交易中去，因为它选择的交易品种的流动性约束较少。全球宏观市场具有十分良好的市场广度与深度，以至于你可以把你想要的所有资金都投入到你确定的那个市场领域。

你们是怎样定义相对价值的？

戈顿：相对价值是一个很难被定义的概念。一些基金对于相对价值交易有非常严格的参数，但我们却有较为宽泛的定义。

对我们来说，它是一种挖掘市场无效性的交易，具体来说就是要努力去发现资产价格对收益率曲线的背离，以及资产价格的表象上的无效波动。这种挖掘无效性的交易并不就是简单套利，而是需要你用一个宏观的或结构性的理由来解释为什么它们会出现。一旦你知道了出现市场无效的原因，你就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以决定是否要进行一些简单的交易以抓住这个市场变化所带来的投资机会，例如买进短期的英国货币或是卖出美国国库券。

现在还有纯粹意义上的无风险套利吗？

戈顿：如果有的话，我们也非常希望能找到它们，并且我们每天都在寻找这样的机会。

利用相对价值盈利的空间是否正变得越来越小？

戈顿：你永远不会知道这个游戏是否越来越难，也许它只是在不断变化而已。

几年前，你可以在欧洲银行间拆借利率的基础上再加上100个基点来买入意大利债券，这非常容易做到。可后来，没有多少人拥有这样的知识、风险管理能力或经验来持有当初那种规模的同类头寸。随着投资者知识的累积与增加，市场开始变得越来越有效率。

当我刚开始从事交易的时候，我确实不知道怎么进行短线利率套利。随后西方的资本市场就开始疯狂大涨，跟现在完全不一样。金融交易就像丛林探险，第一个人花了相当长的时间来开辟了一条道路，但是一旦他完成了，其他人追随进去就很容易了。显然，市场中并没有那么多容易发现的“无脑”套利交易，但我们偶尔还是能找到一些。而且，这些交易会从初始发现时的一般好慢慢变得非常好，给我们带来巨大的收益。这时的关键在于，你要根据你已有的仓位现状来确定一个关于该交易的恰当建仓规模。

与此同时，央行对市场的管理变得越来越熟练老到。美国核心的消费品价格指数（CPI），在过去8年内只在1%～2%之间变动，这是一个相当稳定的波动范围。仅仅有一年当消费品价格指数由1.3上升到1.6时，我们的盈利出现了4.5%的增长，这也意味着我们的市场机会比过去少了许多。

市场资金不断地流向相对价值基金或对冲基金，这改变了你们的投资空间吗？

斯坦丁：从全球宏观的视角来看，我认为这个资金数目还不足以引起我们太多的关注。以美国固定收益证券市场为例，中央银行资产的增长远远高于对冲基金资产的增长，所以作为那个市场中一个组成部分的对冲基金，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相对规模其实在萎缩，而不是在增长。此外，目前一些宏观方面正处于极度不平衡的状况，所以，当这种世界经济的不平衡冲击未来的汇市或利率时，对冲基金却可持有某些稳定的组合而规避风险。

如果从某种狭隘的数量视角来看，对冲基金的规模可能到了一个新的高度——相对于市场可承受的风险来说，流入对冲基金的资金有些过剩了。但从另一个角度观察，一般说来，金融市场的增长与对冲基金的增长一样迅速。所以，对冲基金的增长是否会导致套利机会的消失？可能吧，但是至少现在，市场还没有达到那种地步。

戈顿：我们也注意到了，相对于从前，市场上现在有了更多交易者参与其中。更多的交易者，比如宏观基金经理，现在能够更好地理解相对价值，所以他们也会在收益率曲线上的合适部分开展交易，这样会使市场的异常变动大大减少。总的来说，市场中的投资者也正在越来越精细的关注细节。现在当我去参加基金经理的圆桌会议时，也感受到大家对经济细节的深入理解正变得越来越重要的认识。我想，我们中的每一个人都在被这种竞争的加剧而推动着。

现在大家经常说非系统性的偶发投资机会在减少，你们认为原因何在？是因为中央银行的管理水平提高了，还是市场中的投资者越来越专业化了，或是对冲基金资产的增长？

戈顿：可以说是这三者共同的作用吧，但它们中作用最小的是对冲基金资产规模的增长。

斯坦丁：我认为金融市场上波动性的降低以及投资机会的减小，部分是因为风险资产从银行部门向资产管理业的转移。

银行过去总是承担着很大比例的市场风险，因为他们要保证存户的钱原封不动地归还，所以他们无法很好的安排其资产组合来承受市场冲击。但现在，对冲基金和资产管理公司承担了现实世界的很大一部分风险，因为他们并不需要向投资者保证他们的钱如数归还，所以他们在处理风险时操作空间更大。也许，这就是为什么现在的金融系统能够更有效地容纳市场冲击的原因。

一个关于风险转移的最好例子是信贷市场。相对于其资本，银行现在在资产负债平衡表上承受的信贷风险大大减轻了，这使得金融体系能够比过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更好地规避外部冲击。信贷衍生产品以及各种各样的对冲工具使得这一切成为可能，使得一切都近乎完美，因为喜好风险的参与者可以在风险中追逐收益，而那些厌恶风险套期保值者也可以尽可能地规避风险。

你们是怎样对管理的资产进行风险管理的?

斯坦丁：我们有两种不同风格的基金组合，一类是伦敦分散化投资基金，由定义可以看出，它是以多元化为主题的；另一类则是伦敦精选基金(London Select Fund)，为追逐更高收益，它的投资范围更加集中化并承担了更多的风险。投资者可以根据其需要，选择他们想要的组合。我们这里的合作者通常大多将其自有资金投入到更高比例的伦敦精选基金，但是我们在两者都有投资。

对于分散化投资基金，我们总是以投资分散化为主题，同时持有大量不同币种的货币资产。我们不会将超过20%的资金投入到任何一种单一交易中去，目的就是为了分散化。对于精选基金，则与此相反，它被定位为比分散化投资基金更为进取，从宏观看更具有风险偏好性。精选基金中我们会选择较少的投资品种，如果我们看好某个投资对象，我们可在该交易中投入大量资金，使得其该交易所推带的风险占我们承受的总风险的一半。依据过去的经验来看，你会发现精选基金比分散化投资基金给你带来的收益更高，但它收益状况的波动性也更大。

当你说将不超过20%的资金分配到某种单一交易的策略时，你们是怎么定义这个策略的?

斯坦丁：策略的选择，可以是基于相对价值的微观结构，也可以是基于一个宏观主题。如果两个交易策略机会同时出现在一个市场上，比如说在美国收益率曲线的不同部分，但是它们之间并不相关，我们也会非常乐意在最大风险的约束前提下给这两个交易各自分配一些资金。

戈顿：我们在推销相对价值或宏观基金时的一个卖点，就是我们有很低的风险持有度。我们告诉投资者，我们的损失率决不会超过5%。幸运的是，到目前为止，我们的投资损失率从没有超过3.5%。这意味着即使我们发现了看起来非常好的投资机会，我们也不能集中所有资金去做这笔单一的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易，因为我们不能出一点错。相对价值和宏观策略的组合投资策略非常有效，但是它也可能有一些负面的影响。事实上，从1995年我们发行基金开始，我们的年平均回报率超过15%，然而，如果我们能将资金更加集中于一些较大的交易，那我们的回报率可能就会超过25%。

你过谦了，我认为在最差损失3.5%的情况下实现15%的年收益率（税费后），已经是相当的出色了。

戈顿：不算坏。我们最初的投资者仅仅在10年后，就已经获得了他们原始投资4倍的回报。所以我们会询问他们是否愿意将这些收益中的一部分转移到精选基金上，以此来提高他们的平均收益水平。对于精选基金，我们已经准备好了工具，正在等待大宗交易和可能套利机会的出现。

作为相对价值和宏观对冲基金，你们的投资组合倾向于做空波动率吗?

戈顿：我们很少会打算完全做空波动率。我们一般会对我们的组合进行压力测试，来看看如果金融市场发生巨变的话将会出现什么后果，通常情况下，我们总是能赚钱。

斯坦丁：通常概念上，很多的相对价值交易总是带有做空波动率的特性。如果我们有很多相对价值构造组合，也就是说我们的投资组合具有一些做空波动率的组合特性，那么，我们将非常警惕并会寻找一些平衡它们的办法。就像大卫所说，对我们来说做空波动率很不常见。

在投资分散化的基础上，我们觉得持有多头仓位会更踏实。我们习惯通过宏观策略和一些相对价值策略的组合（与空头相对价值策略不相关）来平衡波动性。

有没有从逆境中学习到一些关于风险管理的教训?

戈顿：我是第一个在全世界商业银行的一个月内赚到200万美元的交易员，当时恰好是在1987年9月。我当时持有大量的空头债券头寸，可随后一个月股市的暴跌带来了巨大灾难。那次我学到的教训是，当灾难发生的时候，赶紧逃离，要学会止损。相信你的直觉，并且认识到什么样的交易不适合再继续下去，这样你完全可以在它们消耗你太多的能量和金钱之前将它们踢除。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你们现在重新开始首次发行基金，你们将怎样构建你们的投资组合？

斯坦丁：在一些特定环境下，许多相对价值的交易策略都非常有效。这些相对价值的交易能够拥有比较稳定的构造并且容易实施，所以我们将从此开始着手建仓。接下来，我们需要识别全球宏观市场的投资机会，并构建我们的全球宏观视角。宏观的主题可能是，美元是否被高估，油价是否上升或不变，美元利率将上升至哪个点，美元收益曲线将会更平坦还是更陡峭，欧洲中央银行将采取紧缩政策还是宽松政策。这些，都是我们要关注的典型主题。

如果我们的宏观视角非常清晰的话，我们将寻找能够在这个环境中有效运作的交易战略。然后，我们开始在我们的宏观主题下结合微观细节策略进行资金分配。这样，如果我们的宏观视角是对的，我们将获得超额回报；但如果我们的宏观视角错误，我们的损失也会非常小。

如果我们的宏观视角并不太清晰，换句话说，我们认为“这个可能发生或可能不发生”，那么我们就只能利用其他一些相对价值的策略来寻找新的机会，然后开始构造我们的组合。

你的投资灵感来自哪里？

戈顿：我在产生想法的时候，完全是随机应变、没有固定套路的。在我的一生中，我从没有过独创的突发奇想的交易冲动。我的投资灵感，仅仅是来源于与别人的交谈——与商人、经济学家、其他交易员等。

如果一个银行的营销人员使你激发出一个好主意，你是立刻实施还是先看看再说？

戈顿：肯定会采取某些措施，但并不见得就要马上行动。如果我听到一些有意思的东西，我将会进一步思索以把它挖掘得更深。

一个我最近经历的典型交易就符合这个过程。一些人告诉我，所有加入欧盟的新兴市场货币都在升值，除了波兰。这激发了我的好奇心，于是我问一些人为什么，但没有人能给出一个合理的解释。我开始咨询更多的人，包括同经济学家进行电话讨论、接触研究波兰和东欧的学者等。我发现由于一些财政问题使得波兰的基本面很不一样，波兰的货币在贬值同时，其利率却略高于它的应有水平。从那时起，我开始思考怎样利用这种状况来进行交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经过进一步的细节研究后，我断定投资波兰最好的方法就是投资它的货币。外汇并不是我们的强项，但它明显是我们介入波兰市场的合适着手点。利用外汇市场，我们能够把我们对波兰收益曲线、波动性以及即期外汇交易的看法有机结合起来，以反映我们的宏观视角。

当你们发现了一个感兴趣的投资机会时，比如波兰，你们一般是用一种你们认为最好的工具来展开交易，还是用好几种工具？

戈顿：一般来说，我们会把三分之二的风险分配给我们认为最好的那个办法，然后把剩下的三分之一分给两个或多个交易工具。例如，在2004年的第4个季度，我们发现了美国经济中的不平衡状况——经济中存在对更高存款利率和美元贬值的需求。我们观察到了这些宏观因素，并通过外汇和债券来建仓。外汇显然是最好的交易，但是，我们并不是完全的全球宏观基金，所以对我们来说很难将所有的赌注都押在外汇上。

在这个案例中，我们把2%的风险价值放在这个宏观投资的机会上，其中风险价值的60个基点是卖空美元和买入欧元外汇，70个基本点分别是做多欧洲债券和做空美国债券。这个交易安排反映了，欧洲缓慢上升的国内需求以及美国短期利率的提高和美元的贬值。关于债券，很多情况下都是借助于期权来交易的，因为欧洲利率的波动实在是太小了。在同样的风险贴水下，我们买入欧元的期权几乎是卖出美元的两倍，所以当市场状况符合我们的预期时，事实上我们也会采用财务杠杆。

我们喜欢在必胜的交易中采用杠杆。当面临一个好的交易机会时，一些人也能赚些钱，但却因为没有采取更细节的操作步骤而无法赚够，这就是交易心态的限制。当你在一个好的交易中能赚钱时，你一定要想办法进一步去挖掘这个交易以赚得更多。

你们交易的平均持仓时间为多长？

斯坦丁：一般说来是两三个月，当然也有一些仓位持有好几年的，而有的只有3分钟。

戈顿：真正好的交易，我们会持续很长时间。有时候你会想要速战速决，有时候你又不愿意这样。如果通胀保值国债（Treasury Inflation Protected

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Securities，TIPS）总是收益4.25%，而且价格能永不改变，我会很高兴长期持有这样的债券。

TIPS是你们职业生涯最成功的交易吗？

戈顿：我经历过四五个很棒的交易。

那次收益率为3.25%的TIPS交易，便是其中一例。那是1998年，TIPS的收益率超过了3%，明显是反常的。令人不能理解的是，你可以在不承受任何风险的情况下获得在通货膨胀保值的基础上的超额收益。我们那时指出，根据当时的劳动生产率增长状况，该债券的收益率应该在1.5%左右。

我们在收益率为3.4%的时候开始买进TIPS，随后TIPS的收益率一直上升到4.25%，这个时候事情变得有点危险了，已经接近我们的止损点。我们当时有能力继续持有该债券，虽然多年来我们把大部分资金都投资在TIPS上。通过观察它们与标的市场之间的相关关系、观察在任意给定利率水平下可能的市场反应，以及观察它们对波动性的反应等，我们学会了用各种方法在不同时段来对冲该交易的投资风险。我们刚买进TIPS时，我们全部知道的就是它们绝对是被错误定价了。后来，市场终于意识到了这点并开始调整。我们最终在2003年6月全部清仓了TIPS债券，因为那时达到了我们初始预期的TIPS收益率的1.5%（见图15-1）。

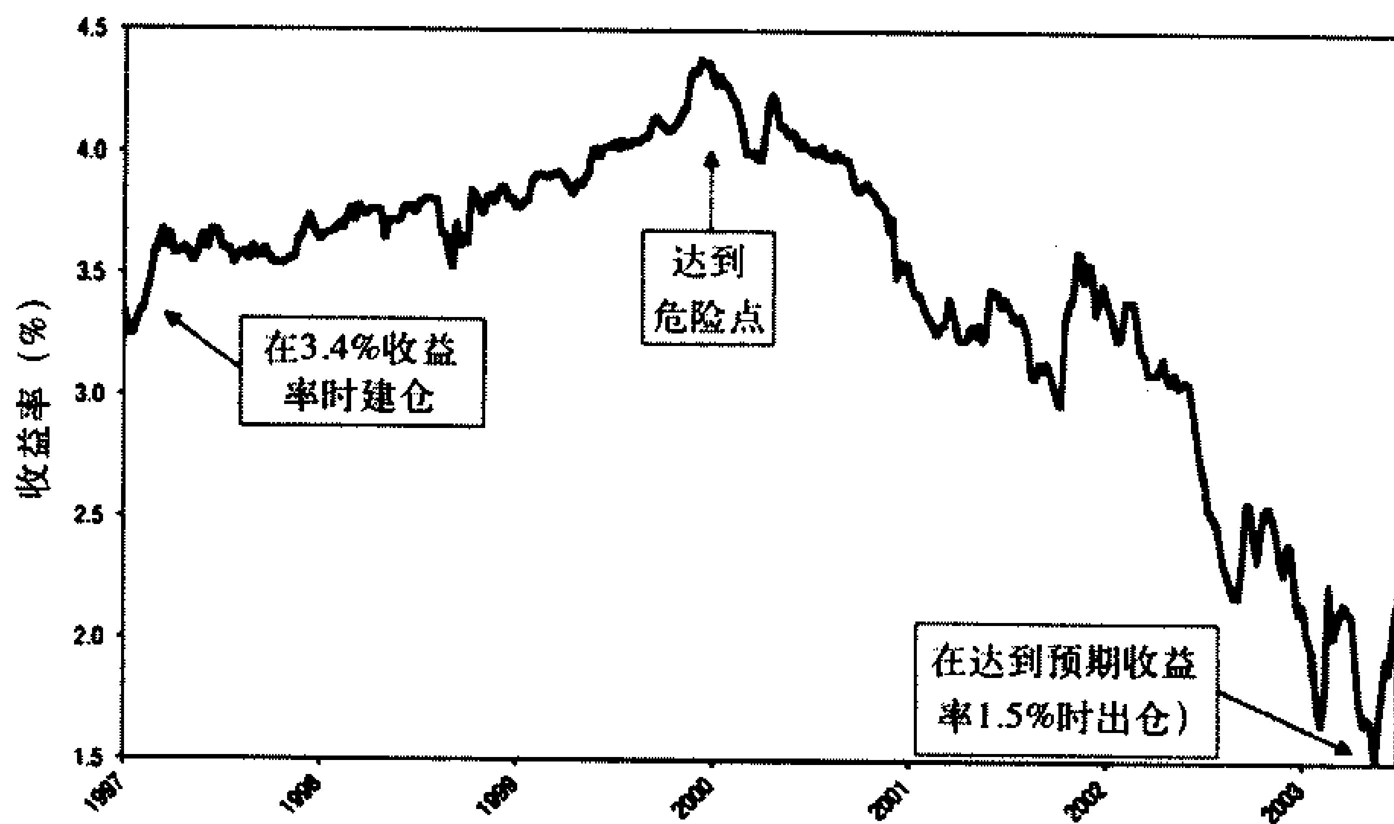


图15-1 10年期通胀保值债券（TIPS）的收益率：1997～2003

资源来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回想1998年，有一个价差高达225个基点的15年期英镑对欧元的远期交易，是我们另一个成功的交易。我们那时清楚地知道，那个远期交易中的价格绝对是被错误定价了，并且我们强烈感觉到，只有持有超过一段时期，这个差额点才会出现。我们通过分散化基金进行这个交易并持有了6年，结果真的获利匪浅。可惜的是我们的仓位较低，如果当时我们能持有更高的仓位就更好了。

还有一个例子是日元的收益曲线，这也是我们在1999年和2000年间开始做的交易。当时你可以选择作5年的远期或10年、20年这样更久的远期。就像TIPS的交易一样，一开始是完全错误的，我们连续9个月的每个工作日都在赔钱。这真是一场灾难，我们不得不为继续持有而斗争。但随后而来的变化让人难以置信。同样，所有的宏观指标都显示日本银行的货币政策将采取宽松性措施，而不是紧缩性措施。捱过了最初的9个月后，我们后来在连续两年的每个工作日内都赚钱，这真是一个让人难忘的杰出交易。

正因为你们采取的是广泛分散化的投资策略，所以你们才有可能一直坚持持有日元？

戈顿：正如你所言。我们那时还有做得不错的其他交易。我们一直不放弃这个日元交易是因为它确实太棒了，我有信心它终会给我们带来超额回报。在那个时候，我从来没有见到过一个收益曲线像日元这样被错误定价得如此离谱的资产价格曲线。

那几年另一个成功的交易是在2001年美元收益曲线的交易，那时没有多少人能发现它们。现在大家都弄懂了，所以也就无法从中抽取更多的收益了。

这个交易是你买进一个关于1年期美元利率的利率互换期权或者买入权，同时卖出同样规模大小10年期的远期利率。我们的出发点是基于美元收益曲线微小的宏观偏差，所以这个交易中我们考虑更多的是宏观因素，而不是相对价值因素。

我们为整个收益曲线构建了为期30年的模型，来观察在任何一个给定的利率下，曲线形状会是怎样的、曲线的凸度应该怎样变化、为什么会是这个凸度等。我们确信市场对这些利率产品交易的定价是错误的、有偏差的。10年期波动性的价格已经被抬得太高了，这是因为范妮梅和弗雷德马克这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的机构要保护其投资组合的凸性问题进行对冲而导致的波动性价格错配。

斯坦丁：在9月11号以后，美联储削减利率，导致了收益率曲线变得非常陡峭。市场上大多数人都认为长期利率也将会下降，所以在短期来看10年期的隐含波动率非常高。我们当时对宏观形势的判断是，格林斯潘将会继续削减利率直到有迹象表明市场状况正在好转。

有很多东西都可把相对价值的表层概念推到非常有趣的另一个层面上去，例如收益率曲线的形状——这是我们最喜欢琢磨的东西、一些套期保值的按揭者把波动性的价格抬高，以及其他一些类似的事情。这是为数不多的偶然事件中的一个——几乎所有变量都完美地同时出现了，这给我们提供了足够的信心来大规模建仓。当然同时我们也使用了期权来平衡风险，这样如果我们判断错误的话也不会损失太多，这也是个非常出色的交易。

戈顿：这引起了市场上利率与其波动率的偏斜，我们实际上也因为这笔理想的交易获得了25个基点的超额收益，非常棒！当我刚开始发现这个交易机会时，我简直不能相信，我不停地思考并确认“到底是哪儿错了？”这几乎是我们交易过最成功的一次买卖，它让我们第一次赚了超过20亿美元，都是真金白银的美元啊，仅仅来自于一个仓位！

你们谈论的好几个成功交易都是发生在1998年或1999年，当时正是很多的相对价值交易者被市场踢出局的时候。是不是长期资本管理公司的财务困境，为坚守在市场里的相对价值交易者提供了很多不同寻常的机会？

戈顿：1998年是一个令我们很满意的年份，这点毫无疑问，当别人都挫败或损失的时候我们的收益率达到了10%。我们在一些相对价值交易策略中也出现了损失，但我们对宏观的定位分析解救了我们。例如，当事情确实开始明朗化的时候，我们在法律允许的范围内尽可能多地买进了短期英镑和欧元合约。当美联储降息达到75个基点时，我们的宏观策略仓位抵消了我们在相对价值交易中的损失。

你知道长期资本管理公司陷入困境的事吗，它对你们自己的相对价值持有是否是个危险的信号？

戈顿：我们大概了解这件事，特别是英镑资产掉期也给我带来很多的损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失，我开始思考到底发生了什么。然后，我们开始听到关于长期资本管理公司和其他几个基金公司要倒闭的传言。在6月份之前我们就有一种不好的预感，觉得事情会变得很糟糕。我们知道金融系统不能承受过大的压力，所以我们在美国和英国的变化之前的前期也陷在里面。

你们有过一些不顺利的交易吗?

斯坦丁：有很多次比较难熬的，由相对价值引起的压力。一次是英国基于不准确的平均收入数据而意外加息，给我们造成不必要的紧张。结果后来被发现那个平均收入数据计算错了，但事后的数据修正对在市场上操盘的我们来说太晚了。

另一次困难的时期是2003年夏天，美国国库券市场出现了大量卖空的市场压力。由于市场关注的焦点正从通缩转为通胀，国库券的收益率也从3%上升到4.5%。这次变化后，一些很好的投资机会出现了，但我们却没有在这个变化中跟上节奏。我们一开始的卖空很明智，但是令我们不能理解的是，在通缩恐惧后的通胀恐惧会来得如此之快，而市场居然可以将利率迅速地推高。这个突变导致我们最大一次的损失，那真是一段难熬的时光（参见图15-2）。



图15-2 2003年美国10年期国库券走势

资源来源：Bloomberg.

那次挫折中，你学到了哪些教训?

斯坦丁：在最初尝到相对价值交易策略的一点点甜头之后，在早期价跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时我们过于迅速地投入大量资金。我们不想错过这个自认为很好的机会，但是我们并没有认真地分析这个在通货紧缩恐惧之后重振的市场。当你看到这些波动性中的生财时机时，就已经很难再预测什么地方才是拐点了，最终我们完全押错方向了。

大卫，你最糟糕的交易是什么？

戈顿：听起来可能有些自大，但是我确实没持有过一个损失异常惨重的交易。

有一个让我汲取教训的交易，是1997年我买入的希腊浮动利率国库券。除了希腊的利率国库券，希腊当时另外发行了一种5年期固定季度付息债券。这是一种希腊浮动国库券，但并不按国债利率付息，而是在国债利率基础上再加上100个基点。当我听到这个消息的时候，我只是坐在那里思考：究竟为什么我应该得到加了100个基点的浮动国债？我只要买进它们，卖空国债，就可以得到无风险的100个基点的相对价值收益。

当时唯一的问题是我们不能回购希腊国债，所以我们在希腊的远期市场上融资以确保我们的风险被覆盖。一切弄好后，我就试着进行1年期远期交易以便能够锁定一个固定利率，这就意味着在下一期的国债利率被锁定之前我就锁定了整个交易的100个基点收益。

远期德拉克马（希腊货币）市场是不流动的，并且报价的价差范围很宽，所以我无法按我预计的远期利率水平进行完全的套期保值。我本可以多加3个基点或更多来签订远期合同，但是我有点心有不甘，仍试图以市场平价利率来锁定远期利率。这样，我决定买进一些当月内价值被低估的资产，打算1年后再出手。然而，接下来当我开始着手进行为期1个月的短期融资时，短期利率却从7%直升为100%，因为希腊人试图保护他们的货币不受到投机的冲击。我被迫支付了100%的短期利率并坚持了两天，结果损失掉了那场交易中所有的利润。

从这个交易中你学到了什么？

戈顿：别因小失大！我本可以锁定97个基点的无风险的利润，但是相反我却为了要获得100个基点的收益——结果连97个基点都没得到。

如今，我们更愿意多支付一些以便让交易顺利进行。我们努力与我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售保险人和投资银行一起协作，以使得交易能更加顺利的进行。我们知道他们自己也不得不谋生，所以我们不愿意把他们放在竞争者的位置上。如果他们尊重我们的业务，并且很高兴看到一切顺利，他们也不会从我们这里拿走太多的利润分成。

希腊交易后来怎么样了？

戈顿：我们继续持有它，然后市场开始向我们有利的方向进行调整，我们择机出货并重新让我们的钱回来了。坏事又变成好事，它反而成了一个不错的交易。很明显这次交易是被希腊人错误定价了，并且他们实际上也已经停止了发行这种贴息的浮动债券。特别是，他们通过给本地银行发行一些补充产品来填补这100个基点的贴息。一旦投机者抓住这样的机会，当局也就停止了。

因为那相当于他们把本国公民的税赋转移给你们了？

戈顿：完全正确，但这也意味着，他们是在欧元进入之前先通过贴息加强一下本国的银行系统。

你会为了验证一个交易或是寻找投资机会，而进行考察旅游吗？

戈顿：很少。我们1年去纽约两次，和那里的投资银行家、战略家和投资者碰面。我们的投资者都非常友好和善，但他们并不真的想打听我们在干什么。他们想听到的是我们基金管理的美好前景，而不是我们怎么操作。从激烈的市场竞争中创造财富的过程，是十分艰辛与异常残酷的。

当前你主要想对你们的投资人说些什么？

戈顿：我们最大的问题是，当前我们并没有一个宏伟清晰的、适于大规模建仓的投资方案。而且，我们缺少一些好的投资主意。我们处在一段不寻常的时期——长期利率非常稳定，市场波动率也相应下降。收益率曲线变得平坦，意味着波动性更低。

我们盼望着这种趋势再持续一段时间，但是现在再试图从短期波动或价差收缩的交易中赚取那一点收益是非常危险的短线冒险。我们可在随后的几个月中每月再挤出1%或者0.5%的收益，通过短线波段操作，这个是可能做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的，但是这种操作中却含有导致致命损失的危险性。

在使用风险估价模型控制风险时有意思的是，随着市场上波动性的降低，你的风险也在降低，反之亦然。为了保持风险水平的风险估价模型稳定，你不得不去做更多的同样贸易，实际上，这将使得你的仓位状况变得越来越危险。正如我们所焦虑的那样，我们实际上正处于一个应该多看少动的交易时期。在这期间我们的投资者应该调低对投资收益的预期，因为像这样的时期首要的任务是保住本金以避免损失。我们现在的投资风格就像一只老谋深算的豹子——静坐，积蓄能量，然后等待适合机会的到来。

有数亿美元的资产要管理却没有出手机会，这样对你来说有压力吗？

戈顿：是的，有压力。要想推动我们的投资业务上新台阶，一个很大的挑战就是目前低波动率的市场环境，这对我们的投资模式来说是最糟糕的事情。如果我们事先判断出波动性将会变小，这非常棒。因为如果事实也如此，我们可以利用这点来赚钱。但现在，波动性事实上已经在这些低水平线上了，你短线操作时大量投资者资金的风险损失就会很大，这就是为什么目前我们没有任何交易动作的原因。

在这个时期，我们可能把我们获取风险溢价报酬的渠道放到债券市场上。我不知道这种操作策略是否能持久，但是它比较理性，因为在过去的20年你总能从债券投资中得到回报。一般来说债券收益率曲线是正的，又没有其他更好的投资机会而你又想建仓获得投资回报的时候，债券市场是个不错的备选。银行界的老谚语——借短贷长显然是有道理的。

虽然市场中不乏短线波段操作获得成功的例子，但总的来看，实际情况是，稳定的投资回报总是来源于长期的投资。我们现在想要做空利率产品，因为相对于名义GDP来说利率水平显然是太低了。但是我们在那个交易中失败了，所以我们不得不继续等待。同时，我们做多欧洲债券已经有一段时间了，但是我们现在退出了这个交易，因为当你在3%的利率水平买入欧洲债券时，你也要考虑到自己目前正处于一个类似于日本的情形。一般来说，目前我们并不打算去冒太大的险，我们眼下主要着眼于我们的资产保值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章

货币专家

匿名者[⊖]
货币基金经理

自从欧元诞生以来，外汇交易业务已经发生了巨大的变化。而欧元的诞生更是使得世界经济集中聚焦在了三个主要的货币区。同时，许多外汇交易员不再希望仅仅局限于货币交易。如果考虑到持有期超过1天的外汇交易实际上已经涉及到了利率的影响因子，那么这种转变就显得合情合理了。

在这里介绍的这位外汇交易经理人，在利率交易方面拥有十分丰富的背景。他以做利率产品经纪人起家，在从事自营商风险交易之前是一名欧洲债券造市商，之后他从事基金管理工作。他现在供职于一家银行的资产管理部门，在拥有数十亿资产的对冲基金内担任首席投资主管（CIO）。在谋到这个职位之前，他在金融市场内外为许多不同的金融机构做各种各样的工作。这位经理现在管理的职责范围包括货币、利率以及它们的衍生产品，但是这些产品都需要严格控制好流动性。

⊖ 该交易员供职于一家大型的国际金融机构，该机构认为不太方便在一本书中公开自我揭示其关于全球宏观的交易策略。为保护该交易员及该机构的隐私权，这次访谈是在匿名状态下进行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当他被称赞是金融界一位知名的明星级交易员时，这位经理似乎认为这不重要。“我原本希望成为摇滚乐明星”他声称。他这样说并不是打比方——他过去确实曾在一个摇滚乐队唱歌。他引人注目的名声和威望与他温文尔雅的行为举止，以及他在市场上的表现完全相符，此外他还是一个超级自信的人。因此，你不难想象他在高档酒吧里受众多仰慕者追捧的样子，也不难想象他在巴黎走T型台的潇洒——而这正是他进入交易圈之前的两份工作。

我第一次和他会面时，我们一起在伦敦的皇家交易所大楼共进午餐。这里以前是伦敦国际金融期货交易所（LIFFE）公开喊价的交易大厅。他阐述了一大堆关于市场、世界以及生活的一贯主张，以此作为对我的款待。在采访期间，他总是非常热情主动，为了清楚表达他的观点有时会伴之以手势，时而还画画图表。总之，他能够以最简单的语言描述出最复杂的金融概念。虽然他才华横溢，但是他是第一个承认自己只是在艰苦磨炼中锻炼出自己交易风格的人。他在大学学习了一年就放弃了正规的大学教育。当银行交易员与造市商以激进的、高度竞争性的、肉搏战的方式承担巨大风险时，他就学会了怎么做交易。他对交易到底是什么的观点，我们可以从他说的一句话中捕捉到他的全部理解，即“每日结束时，如果你拥有更多的交易纪律和更大的思维弹性，你就很可能获得胜利，因为其他人都没有。”

你是怎样踏入全球宏观对冲基金行业的？

我因私人原因从大学退学。退学以后，我当了一阵子模特，这非常滑稽可笑。之后，我又开了一家非常高档的酒吧。这所城市的一些交易员有时会光顾该酒吧，对我说：“像你这样聪明的小伙子在酒吧瞎混什么？”其中一个交易员为我提供了一份货币经纪人的工作，我接受了。他们让我做浮动利率票据记录工作，而那时浮动利率票据刚问世，我对浮动利率票据一无所知。但是没关系，它很容易被搞明白。自从那时候起，我先后已经在七八家公司工作过，我实在记不起来是哪几家，不过绝大多数是垃圾，他们都不太懂风险。随着时间的流逝，我已经从单纯从事利率交易演变到进行外汇交易——一种更接近全球宏观对冲基金风格的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你怎样定义全球宏观交易策略?

全球宏观交易策略，是一种由自上而下的分析所驱动的在不同资产类别中进行的交易。在这种交易中，你不可能控制任何一种交易工具超过两到三小时，因为它们事实上是被实际的经济环境和政策决策所驱动的，而不是任何个人或机构。

自从你踏入该行业以来，全球宏观对冲基金市场发生了改变吗?

交易只是每一天连续形成的一个序列，因此我真的没有注意到它的变化，但是我不认为在真实的全球宏观对冲基金世界中交易的机会集会变得更大或更小，因为影响那些机会集的变量不是我们所能控制的。

你是怎样在全球宏观策略背景下进行外汇交易的?

对于我来说，外汇交易并不是名副其实的全球宏观交易策略，是分布的尾端。我认为只存在一种真正的全球宏观对冲基金交易，那就是资金价格。其他任何东西，都是资金价格的函数。

中央银行控制资金价格，利用他们的中央银行利率来驱动每一样东西。他们利用货币政策来改变经济供需变化，从而鼓励人们沿着风险曲线移动。风险曲线，本质上来讲，就是信用曲线。

当然，政府还控制财政政策，因此当我们观察我们所交易资产的现在和将来价格时，我同样也要把政府这个变量考虑在内。

同时在10国集团中，除了日本，其他国家的货币政策都高度相关，因为它们被同样的东西所驱动。实际上只存在一家中央银行，那就是美国联邦储备银行，由美联储制定资金价格。

事实上，资金价格并非完全是美联储的隔夜拆借利率，而是公司用来评价投资机会成本的利率。我认为资金价格是18个月到2年的利率水平。从那儿开始，你沿着风险曲线移向政府债券、公司债券和股票。在尾端，你会发现外汇像扇形一样散开。

外汇交易的收益就像是信用曲线尾端的风扇。它是人们沿着曲线怎样看待这些信用的函数。例如，如果市场认为巴西是信用状况良好的，假设其他事情不变，会期待巴西里拉升值，因为如果他们希望获得巴西里拉的敞口头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寸，那么他们就会购买巴西里拉。

因此，货币实际上是利率因子的贝塔？

是的。货币是利率和信用情绪的贝塔，或者说贝塔的贝塔。汇率也是一种被驱动的市场情绪，因为它是两国货币资金的相对价格。它反映了两个国家投资者以及各种不同因素的感觉之间的相对情绪。

在管理我的投资组合时，我绝大部分时间都集中在美联储，因为美联储负责激励人们沿着风险曲线投资和移动。它们不希望每个人都如此恐慌，以至于以短期利率来存款。在那样的情况下，经济不可能得到发展。

结果是，我们非常有目标性。在世界市场的任何一个时刻，至多只有三四笔全球宏观对冲基金交易。如果只存在一笔，那么我们也只能进行一笔交易。那些三四笔的全球宏观对冲基金交易，除去资本成本，可能发生在债券市场、股票市场或者是美元市场。

从更广义上来说，美元只和3个阵营进行交易——欧洲、亚洲和拉丁美洲，而这3个阵营的利率/价格呈相关性。例如，如果你看到智利比索与巴西里拉朝着完全相反的方向变化，你就会感到很不寻常。外汇交易的困难在于，不存在反映外汇政策的真实标杆。事实上谁在控制外汇政策呢？

汇率是很难驾御的一个政策工具。上一个10年唯一一个使用过汇率政策（声称采取浮动汇率，不再是采取盯住汇率制度）的国家是日本，而这正是日本和10国集团其他国家不太相关的原因所在。日本对货币政策与财政政策的使用已达到极限，因此汇率政策是其所存的唯一一个可用来改变经济供求环境的工具。同样，真正的全球宏观对冲基金在固定收益证券交易中应该比在外汇交易中更赚钱，因为由政策驱动的固定收益证券具有方向性，而外汇交易则缺少明确的名义锚作为导向。

美联储是否已经更擅长自己的工作，因此减少了市场波动性和全球宏观对冲基金交易的机会？

无所谓机会更多或更少。因为我们始终只有为数不多的全球宏观对冲基金交易机会。那没有发生什么变化。

美联储制造了一个他们认为更难控制的新问题，那就是全球商业周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球商业周期产生了一个新的动力，这个新动力导致了资产类别之间相关性的增加。有理由说，美联储现在更难管理经济。现在更像是驾驶油轮而不是小划艇，但是始终还在驾驶。这就是为什么我关注全球价格的制订者和全球需求的驾驶员——美联储的原因。在此基础上，我才能做出一些全球宏观对冲基金交易决策。

你还从哪里获取信息来做这些决策的？

并不存在那么多信息。全球宏观对冲基金领域最重要的变量是经济状况，以及中央银行怎样对那些经济状况做出反应。

为了获取信息，我阅读报纸、看数据、关注政府官员的谈话，尽力从中找到所需的信息。而从实际交易观点来看，价格行为决定何时和何地开始进行交易。

除此之外，世界存在大量的杂音。其他人的意见是无关紧要的。我无法忍受与销售人员交谈，因为他们所希望做的事就是卖给你新东西，而事情并没有变化到值得那样做的程度。如果我可以避免与这样的人交谈，那么我就不接电话，以免浪费时间。

重要的全球宏观交易的标志是什么？

我寻找市场中格式塔转换的蛛丝马迹。格式塔转换，是指突然之间市场对某事的观点大大改变了。亚洲金融危机是一个很好的例子，一夜之间，亚洲仿佛就从经济奇迹变得岌岌可危。顺便说一句，两者都错了。

格式塔转换通常发生在波动性高涨之后，因为每个人都在购买保险。当人们购买期权来保护其头寸时，这意味着存在令他们焦虑不安的内在头寸。

全球宏观对冲基金重要的交易机会，往往发生在市场将重新洗牌或者转换到另外一个完全不同的概念时。我花了很多时间观察市场情绪，以希望找到下一次转变。至于其余时间，我都用来寻找我所认为的可能发生的最有效的表现形式。

市场是我们所知的信息，以及从我们所知信息推断出来的信息的集合体。因此，一群人的总体知识总比单一个体的知识更多，即使是对专家来说也是如此。价格行为倾向于确认这点，而且价格行为从来不会说谎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你曾经通过相对价值交易来表达自己的观点吗？或者你总是做定向交易？

我因两个原因而不做相对价值交易：一是相对价值交易隐含着负的gamma值，因为它的作用机制是基于价格对均值的回归；二是它是劳动密集型的，而这将使我发疯。

我有过差价交易的经历背景，因此我十分理解所有套利性的交易。这虽然不是太愚蠢的理论，但是你总是希望别人估计的差价比你所估计的更小，这只有在别人决定卖时才会起作用。这就是为什么相对价值基金能够连续几年保持每月1%的极其平稳的收益，而突然之间出现严重滑坡的原因。

我对负的gamma有一种十足的恐惧感。我的恐惧来自于在经纪公司和银行交易部门的工作经历，我深知负的gamma对批发业务的危害。当你坐在股票交易室或交易厅里，你可以看到批发价格的变动。而当你处于交易桌的另一方时，你就无法完全看到以上信息。

在交易大厅交易期货与在办公室观看电脑屏幕的感觉不同。当你观看电脑屏幕时，你只看到价格的某一方面，价格从5变到6，这就是你看到的所有信息。而当你站在交易大厅里，价格从5变到6，你可以看到谁正在购买、买了多少以及谁准备购买更多。整个事情，因你所处的方位不同而变得不同。

在进行相对价值交易时，一旦你被交易的另一方锁定，你就知道你的价格绝对设错了；否则交易永远不会发生。当因拥有负的gamma的头寸而变得对你不利时，它真的就对你不利了，而当你想尽力规避这种风险时，你做任何事都是徒劳的。有什么理由要把自己推向那种处境呢？

我把它理解为你从未持有过期权空头？

从来都不。也是因为负的gamma的原因。

流动性在全球宏观对冲基金交易中是关键，那些破产的对冲基金总是因为错估了市场的流动性。

在全球宏观对冲基金交易中你不能频繁改变自己的主意，尽管你在持有定向交易头寸时也可能面对流动性问题。但如果你观察中央银行政策，你会发现通常不可能出现美联储在3次会议中加息、减息、又加息，不会出现那样的事。美联储政策的趋势不可能在新的方向变动之后突然来个急转弯，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为它只是长途旅程的第一步。

赢家诅咒

赢家诅咒是一个运用于招标系统的概念，说明赢家参与者通常最后为招标成功的招标标的物支付更高的价格。在任何拍卖过程中都会遇到这个问题，因为报价者必须要估计标的物体的真实价值或最后价值，包括他自己的报价。因为多方面因素，包括情感因素、信息不完全以及其他因素，准确估计被报价物体的内在价值将会非常困难。事实上，报价赢家往往最后的出价会超过标的物的内在价值，因为任何报价者的最高的过高估价将会使其成为赢家。

这也是我不喜欢收益曲线交易的原因之一。如果我认为市场将出现较为平稳的熊市，我将在这种趋势变化至最尾端再进行下注交易，也许是两年期票据。这样对于我来说，规避风险更容易、更平稳，而且如果我做错了，几乎不会有太大的损失问题。

当你卖掉两年期票据时，你会购买看跌期权、持有期货空头，还是卖掉现金债券呢？

当我建仓时，70%的时间都是通过期权交易。全球宏观对冲基金交易的关键在于掌握时机。我们都知道事情将会发生改变，但是我们就是不确定何时会发生。期权是控制风险最容易的方法，并且能提供良好的收益。

购买期权的最好时机是，每个人都告诉我某事的发生不可避免以及市场已经走向极端了。我未必总是走相反的道路，但是当我持有相同观点时，我就不太可能去持有头寸。总的来说，全球宏观对冲基金交易的基本原则是，当你对行情看涨时就持有多头或者持仓观望，当你对行情看跌时就持有空头或者持仓观望。

当你所说每个人都告诉你时，谁是“每个人”？我原以为你不会接电话。

我的交易员会与销售人员和银行的经济学家交谈。我会阅读彭博社新闻的标题行，但是绝大多数都毫无价值。每一时刻究竟存在多少真实而创新的数据？并不多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每次当我听到人们谈论中国重新开始评估人民币时，我告诉他们闭嘴，因为这是胡扯，完全胡扯。没有人知道，而且最后一个知道的人将是银行的销售人员。意见就像身体的器官——每个人都有。

你会像经验报告所说的那样，总是系统性地为期权花费更多吗?

也许是，但是我再说一次，波动性多头的关键在于掌控时机。作为一个全球宏观对冲基金交易者，最难培养的东西是掌控时机。为什么一个优秀的运动员似乎总是比其他人拥有更多的时间？我不知道，但是他们知道。他们总能做到。

你总是持有头寸吗?

是的，因为处于半仓观望是一种非常难以管理的头寸。不管怎样，你都会错。

让我们先退一步谈一下市场价格的行为，这有助于解释我为什么总持有头寸。市场是一个简单的信息贴现机制。价格的波动主要由反映现实经济情况的政府数据所驱动。结果，75%的真实价格运动只发生在10%～15%的时间以内。其余的除了噪音之外，别无他物。

作为一个全球宏观对冲基金交易者，我会尽力捕捉那些偶然的价格波动，而我所知道的最好方法就是持有期权，处于gamma和vega多头。类似这种建立在期权基础上的策略真正美妙之处在于，我的杠杆比率已经成为我正确的全球宏观对冲基金交易分析的一种手段。如果我的看涨期权正确，我会增加杠杆率，而如果我交易错误，我会降低杠杆率。

这就是为什么商品交易顾问或暗箱交易系统成功的原因所在。在我踏入全球宏观对冲基金行业以前，我总是极端怀疑商品交易顾问的作用。直到踏入该行业，我才理解了全球宏观对冲基金交易的主要驱动力，完全不同于相对价值交易表现出来的驱动力。每天交易结束时，商品交易顾问的表现理性，而且总是市场的参与者。他们捕捉到这些价格波动，快速做出反应以补充到他们的头寸中去，反之亦然。这非常类似于期权的平衡以对冲风险。

你从市场中得到很多信息吗?

是的，但我讨厌反复强调这种观点，因为信息并没有那么快速地发生改

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变，它就是没有发生改变。我的注意力主要集中于市场的驱动力而忘记其他东西了。

如果每件事都被市场纠正，而且得不到更多信息，你会怎样获取优势？

许多投资策略都是周期性的，但是相对而言全球宏观对冲基金交易却是最缺乏周期性的。全球宏观对冲基金交易不依赖于经济周期，尽管像信用交易这种策略与现实经济紧密相连。当我进行全球宏观对冲基金交易时，我的收益几乎与全球经济周期不相干，我只是尽力在流动市场中捕捉为数不多的市场波动。

我不会参与那些缺乏流动性、参与者甚少的交易。在那些交易中，一旦有人开始摇摆，每个人都会急着结束交易。我从不希望成为一名被动出售者。我懂得高价格吸引购买者、低价格带来出售者的原理，但我不希望成为那种人。

我认为我的优势在于，当我看见被动出售者和被动购买者时，我能够持有相反的头寸，因为我处于gamma的多头。我是个价格低时的购买者和价格高时的出售者，只做高抛低吸而不追涨杀跌。我最基本的策略是，当我感觉到新经济数据驱动的预期政策转变使得我们即将进入某种趋势时，我们将持有gamma的多头。

因此对于我来说，整个投资游戏都是关于流动性以及大资产类别的流动性，都是关于持有为数不多的看涨期，并通过持有gamma的多头以及vega多头来规避风险。很明显，如果我们在这几个问题上把握不当，我们将赚不到什么钱。

你会告诉你的投资者，要有遭受偶然亏损的心理准备吗？

对，我们当然会遇到下滑和遭受亏损的糟糕业绩。操作基金，不可能只有赚钱而没有亏损。

最近我遇到了亏损，投资者就问我的风险状况发生了怎样的改变。我告诉他们没有发生改变。假若发生亏损，如果我采取降低杠杆的措施，我究竟怎样才能赚回来呢？我不能。我知道那听起来不太直观，但是如果我认定我的交易正确、管理过程和风险控制合适，我会一如既往地持有，直到事实发生改变。就像凯恩斯一样，当事实发生改变时再改变自己的主意。但是最近，当我处于亏损时，我认为事实没有发生改变，我没有达到风险管理的止损点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此我继续持有仓位。

交易中最难做的一件事，是改变自己的交易方式。一位非常有名的交易员曾经对我说，一个优秀交易员的标志是——当你处于亏损时，还能够继续用原来的交易扭亏为盈。这个道理放之四海皆准。

该理论能够维持多久？因为凯恩斯也说过：市场保持非理性的时间会超过你所能维持清偿能力的时间。你的理论什么时候会失效？

我会观察市场5个月之内的情况。在那时，将有足够多的数据来论证我的判断。如果我的关于全球宏观对冲基金市场驱动力的观点在那时还未起作用，我就会知道我对市场的分析错误，事实已经发生了改变，这时我会退出市场。同时，我们的内部亏损约束机制也会制约我错误的程度。同时也要记住，我处于gamma以及vega多头。

能够判断出你何时正确和何时错误很重要。对于一些人来说，识别何时正确与识别何时错误一样困难。看到人们退出盈利的头寸以及经营亏损的交易时，我感到很可笑，但是这样的事无处不在。

对于我个人来说，鉴于我对投资组合的构造，识别何时正确与错误都不成问题。我从不掩饰对正gamma理论的批评，但是它确实能使你避免做出一些荒唐的情绪化的决策。

当你拥有的期权变得很便宜或者一文不值时，你不要卖掉它。你把它放在抽屉底下并忘记它，只有在到期日来临前才打开抽屉，看一下那时是否值钱。

我们在阿根廷比索贬值之前所做的一笔交易，就是这种状况的一个很好的例子。巴西宣布把巴西里拉从1美元兑1里拉贬值到1美元兑2里拉后，我们观察以阿根廷比索为标的一个处于虚值状态的看跌期权。我们认为它便宜得近似可笑。我们购买了执行价格是1美元兑2比索的看跌期权，而当时1美元兑1比索，我们把它弃之脑后不管，因为它们很便宜甚至可能会变得更便宜。但是当比索贬值到1美元兑3比索时，我们就赚大了。我们所购买期权的卖方事实上没有采取保值措施，以至于最终因比索贬值导致的巨亏我被炒鱿鱼（参见图16-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

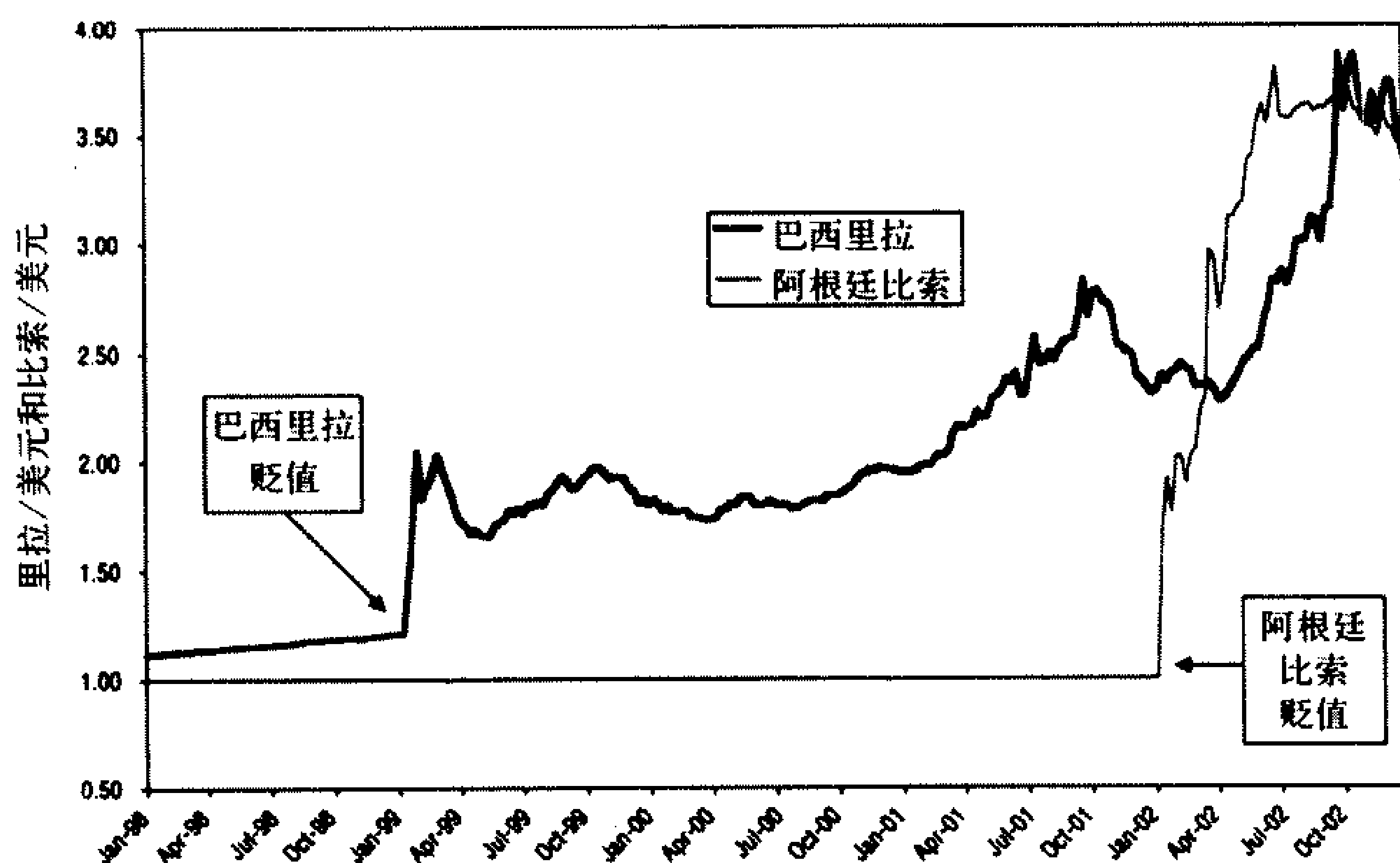


图16-1 巴西里拉和阿根廷比索，1998～2002

资料来源：Bloomberg.

做空阿根廷比索的交易，是你有史以来特别喜欢的交易吗？

不是。我没有特别喜欢的交易。如果非要说有的话，我特别喜欢的交易是当我交易错误而抽身时没有造成太大损失的交易。

我最糟糕的交易发生在1998年，那时一个杠杆率过高的巨型对冲基金的投资组合正在瓦解崩溃。我当时做多了一个3年期的远期互换合约，具体来说是对欧盟利率与英国利率在未来3年内的趋同性进行下注。我当时认为英国最终会比市场所预期的日程要更早更快地加入欧盟，所以二者的利率水平将趋同。

我建仓时二者差价为150个基点，而在这家匿名的对冲基金遇到麻烦之前差价缩小到130个基点。这家对冲基金大规模进行该交易，因此等到他们开始平仓该交易以及其他类似的交易时，差价已变成大约220个基点。鉴于公司每月损失5%的限制规则，我只好被迫结束交易。

这是我最糟糕的交易，因为我估计错了两件事：一是其他基金进行该交易的市场规模，尤其是那些高姿态的对冲基金；二是市场出错时差价所能达到的宽度。这完全是对市场流动性判断错误的后果。同时，我没有足够重视流动性的重要性。正是流动性问题，造成了绝大多数交易员对资产价格相对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于他们所预期收益的错误估值。

在经历过此役之后，我的相对价值交易的策略改变得非常快，我不会再漠视市场的流动性。所有的相对价值交易都有自己的方向，不管别人怎么说。这笔交易的方向就是进去时的流动性比退出时的流动性要深得多。

当你刚进行那笔交易时，你知道跟你做同向交易的人多吗？

我的确知道它是个很火的交易。它是政策驱动的交易，市场对它谈论很多。再次说一下，从该事件中应当汲取的教训是：当人们都认为某事不可避免要发生时，你应该三思。

没有人能拥有或控制一个全球宏观对冲基金交易，因为这是不可能的。如果你能控制，那就意味着你成为了整个市场，而当你成为了整个市场时，你就会遇到问题。有很多关于非常优秀、聪明的交易员违反该规则的例子。当你拥有某种股票25%的份额时，你就不再是全球宏观对冲基金交易员，而变成了所有者。1998年秋天，一个对冲基金占有了市场，从而引发了问题。

我把自己关于流动性、相对价值和市场的理论称为结冰理论（frozen ice theory）。而且它再次强调了负gamma的危险性。结冰理论指当湖面结冰时，湖面的边缘比中间结冰更厚，对吗？

回到1995年，当日元兑美元达到历史最低点的1美元换80日元时，每个人都把错误归罪于日元的强劲。大家议论纷纷。日本的经济处于下滑期，他们把所有的钱都抽调回国，当然政客会竭力保护本国的经济水平——完全是废话。每个人心中都明白，美元/日元汇率在80的水平是错误的。

最终，交易员都预期到日元会趋于疲软而开始购买美元/日元。这是聪明的交易，正确的交易。根据结冰理论，这发生在湖的边缘冰结得最厚的地方。交易很完美，背后的理论也有道理。

正如预期一样，美元/日元开始上升，涉及该交易的人们纷纷平仓获取利润，但是他们平仓的太早了。当美元/日元继续上扬时，他们眼睁睁地看着这笔好交易离他们渐行渐远。到现在为止，美元/日元已经从80变到100，而且有望达到120，但是当价格为90左右时，人们已经平仓获取利润了。

如果交易者购买一些东西的价格比他们刚刚平仓获取利润的价格更高，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的心里会不好受，因此会寻求替代物或相对价值。于是，他们购买美元/泰铢，然后经历同样的过程；之后是美元/马来西亚元、美元/韩元、美元/菲律宾比索等。

以后的事情你知道，每个人以及他们的祖父母都持有美元/台币、美元/卢布、美元/垃圾货币，然而没有人记得他们为什么刚开始时持有美元/亚洲货币。没有人再持有美元/日元多头，而此时美元/日元比率已达到135。

这时每个人都转动到了湖面的中心——此处冰是最薄的。事实上，他们都已经移出了某物的范围。猜一下是什么？是我们的老朋友——流动性和信用。突然之间，美元/日元（流动性）开始反转，游戏结束了。每个人都停下来，四周观望，最后发现自己被处于湖面结冰最薄处的同样缺乏流动性的人所包围。于是，人们纷纷开始询问价格，尽力结束交易。耶，这下完了。“能以这个低价成交吗，哥们？”“不，再低些！”于是，再次压低价格以求出手，“能以这个低价成交吗？”诸如此类夺门而出的报价，竞相上演。

那些更低信用的投资，总是拥有最低的流动性和所谓最高的回报率。在牛市的末尾所有垃圾劣质品价格都上升，而这正是你知道已经接近末日的时刻。当类似winganda prayer.com这样的三等垃圾突然之间比那些优秀的、长期存在的大公司更值钱时，你必须停止交易，质疑一下该问题的缘由。

这在市场上一直发生，而且还会继续下去。每一个处于湖面中心结冰最薄处的人，拥有几乎相同的头寸，他们已经忘记了为什么要进行第一笔交易。他们忘记的原因，是他们不再持有初始头寸，他们已经很早结束了该交易。他们进去，他们又出来了。他们错过了重要的波动转变而购买其他类似的替代品，然后购买另外其他的东西，以及再购买其他东西。我们都这样做过，每个人都这样。在错过了主要标的资产有利价格的波动后，每个人都曾为他们的交易主题找过相对价值的替代物。在20世纪90年代下半时期的购买日元及相关的亚洲货币就是个经典的例子（参见图16-2）。

回头看看你为什么要做的事总是一件很重要的事情。如果你不这样，你就要开始重复经济学家所做的，也就是在达到目标价格时再提高目标价格。

当你观察复合基金时，薄冰理论同样适用。对冲基金的机构投资者，通常在对冲基金经营平稳完善、业绩处于顶峰时才投资对冲基金。那些在刚开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始时就投资的投资者能够经受得住挫折，因为他们已经赚了钱。但是机构投资者通常不是在复合基金的起始阶段投资，他们在游戏后期才加入，因而常常以受伤而结束交易。

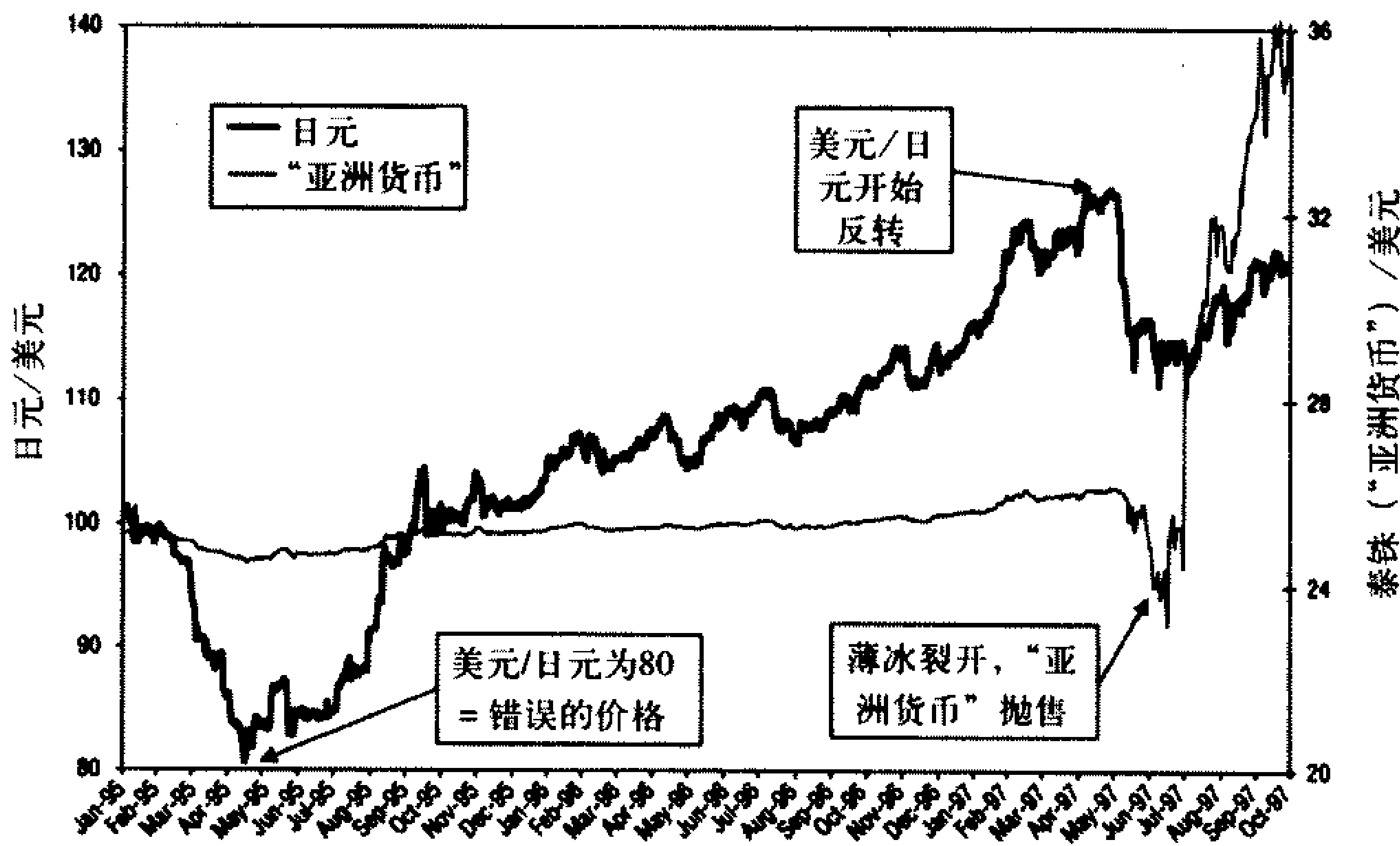


图16-2 美元/日元和美元/"亚洲货币"，1995～1997

资料来源：Bloomberg.

投资者应该怎样着手划拨资金来投资对冲基金？

选择对冲基金的方法是深度观察对冲基金的团队构成，团队协作的整体功能，处理和辨认新信息的能力。团队不要实行集体负责（实际上是无人负责）的制度安排很重要，因为只应该由一两个人负责管理绝大部分风险。

复合基金存在的问题，往往都在于他们没有做出决定。他们共同做出资金分配的决定，因此没有人对该决策负责任。我认为那是人类劣根性的部分表现。每日结束时，在经历了所有复杂的程序之后，投资委员会会随意挑出一个管理着几十亿美金的人，其依据是他们肯定很优秀，否则为什么能管理几十亿美金；相反，投资委员会不去询问战略是否正确，相同交易的人数是否多，或者整个宏观环境是不是可能产生一个不同的动力。

虽然许多被称为专家和博士的人在复合基金业工作，但是你还是应该问问：如果他们那么聪明，为什么不管理一个对冲基金？当我遇到了一位在对冲基金界被认定为是专家的家伙时，我几乎总知道他下一句想说什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你在挑选交易员方面很擅长吗?

挑选一个优秀的全球宏观对冲基金交易员，是一件十分困难的事情。作为一名优秀的全球宏观对冲基金交易员，你必须学会观察未来价值，而不是现值。当今许多交易员知道任何东西的价格，但对事物的价值几乎一无所知。他们是在一个衍生产品和金融工程的环境中成长起来的，而不是在实际交易中成长起来。当谈到金融工程时，这些人能用9种办法把事情描绘得像模像样；而当进行实战的交易投资时，他们的表现往往不尽人意。

在你的职业生涯中，你是在什么时候发现自己擅长交易的?

大约在我开始踏入这行的第一周吧。在这方面我有一点小诀窍，这就像打高尔夫一样——要么你行，要么不行。打高尔夫时，如果你一杆就打在远离草坪250码以外的地方，你可能并不适合玩这种游戏。你也许永远都不可能将球打进洞，除非你是老虎·伍兹。话说回来，如果真是伍兹打球，他也不可能表现成这样。投资交易就像打高尔夫球一样，最能说明问题的是，你在最糟糕的一杆中的表现如何——而那往往是区分好交易员与差交易员的试金石。

你对你的交易员有喜欢的市场书籍推荐给他们吗?

没有。很明显它们都是垃圾，充斥着的是可能再也不会起作用的废话。一个年轻交易员能够拥有的最好的经历，是去了解当仓位头寸出错而不能够脱身时会发生什么。你不可能从任何书籍中学到这些。

我的一位很好的朋友，是一个非常聪明的销售人员，曾经通过卖空看跌期权而建立了德国债券看涨期权多头。当市场下降了2个点时，他忍不住痛苦地惊叫起来，而当他的头寸越建越大时，市场也越跌越狠，真是糟糕透了。

当每天交易结束时，如果你拥有更多的交易纪律以及更大的弹性，那么你很可能取得胜利，因为别人没有拥有这些。一个我亲身经历的例子是，当我还在银行交易厅工作的时候，我帮助我们的一位造市者退仓，而我们所交易的标的对象的价格到99。我给某一大型银行打电话询问价格。事实上那人把报价压低为96～97，但是我说："你的价格很好。"

然后他反问我的价格，因此我给他报了个在任何规模下，买价85，卖价86。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说："对不起，能再说一遍吗？"

我回答："85和86，你希望做什么？任何规模。"

他说："不买也不卖。"

现在，如果换成是我，我肯定已经购买了尽可能多的东西，因为你知道那是错误的价格。而他的问题在于，他感觉到了我知道一些他所不知道的内幕，而正因为那种感觉，他完全用"其他人的意见是对的"代替了"定价模型"。这就是我们许多专家的思维。

你对当前世界的看法是什么？

我的核心观点是，事实上全球的情形现在还不错。现在中东地区出现了一线和平，那是一件重要的事情。地缘政治是市场的一个巨大推动力，而现在的地缘政治则还算是相当稳定的。

你认为世界形势还不错，让人感到惊讶，是不是因为你像绝大多数全球宏观对冲基金交易员一样过去通常对行情看跌？

有时我走在大街上四处观望，我会变得十分悲观，以至于想过在苏格兰买上一座孤零零的城堡。然后，带着装满子弹的手枪和一卡车罐装食品进城堡，从而与这个世界隔绝。

当你观察整个世界以及它建立的基础时，你会发现这个世界是不可持续的——明显地不可持续。最让我担心的事情是，我们离陷入完全混乱只差四顿饭那么远。我不知道你家里储存了多少食品，但是如果我们食物供应出现问题而超市或餐厅又不再有可吃的东西时，那么我们会处于极其困难的境地，街道上会一片混乱。我经常想这些事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结 束 语

从长期来讲，我们都将死亡。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录A

为什么全球宏观投资策略是未来的主流发展方向

李·托马斯博士

全球宏观的投资策略，使得投资组合能够在不同的市场、产品、地域、空间、战略和技巧上很好地实现分散化。我们经常可以听到这样的说法，分散化是金融中唯一的“免费午餐”。为解释这个问题，我们首先将利用一个简单的赌博模型来阐释对冲基金经理的操作行为，然后再转而分析多次博弈中分散化投资策略的数学影响机理。

单次下注的豪赌游戏

假设一个对冲基金经理每年只进行一次巨额下注的赌博性投资，并许诺他的投资人10%的目标收益率。同时，我们也假设该基金经理的投资水平要高于平均水平——赢得这次赌博的概率是60%。为什么是60%呢？如果投资者可以重复多次足够地选择某只股票，那么他选择出正确股票的概率就应该接近50%。一个获利次数小于半数的基金经理将很快被客户所遗弃，而获利概率为60%的基金经理将毫无疑问地处于业界的上游部分。尽管60%听起来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并不是很高，但实际上，在近乎成熟的有效市场中，从本质上区分成功者和失败者的边界并不大，而且其业绩表现还经常仅仅取决于机会。过去的经验再次表明，市场是复杂多变的。在博弈中胜出并非轻而易举，因为市场价格集中地反映了有经验的投资者的智慧。

让我们回到那个单一赌博游戏中。如果一个基金经理在60%的时候做出了正确的决策，那么在剩余的40%的时间里，他所做的决策就是错误的。因此如果想达到年营利10%的目标，那么这场赌博的目标就需被订在决策正确时营利50%，错误时损失50%。在60%决策正确的情况下，盈利50%；在40%决策错误的情况下，损失也是50%。如果我们年复一年地反复重复这一过程，那么我们期望的平均收益为30%（0.50 × 0.60），而预期的平均损失则为20%（0.50 × 0.40）。这样，我们就会得到10%的年平均收益（如图A-1所示）。

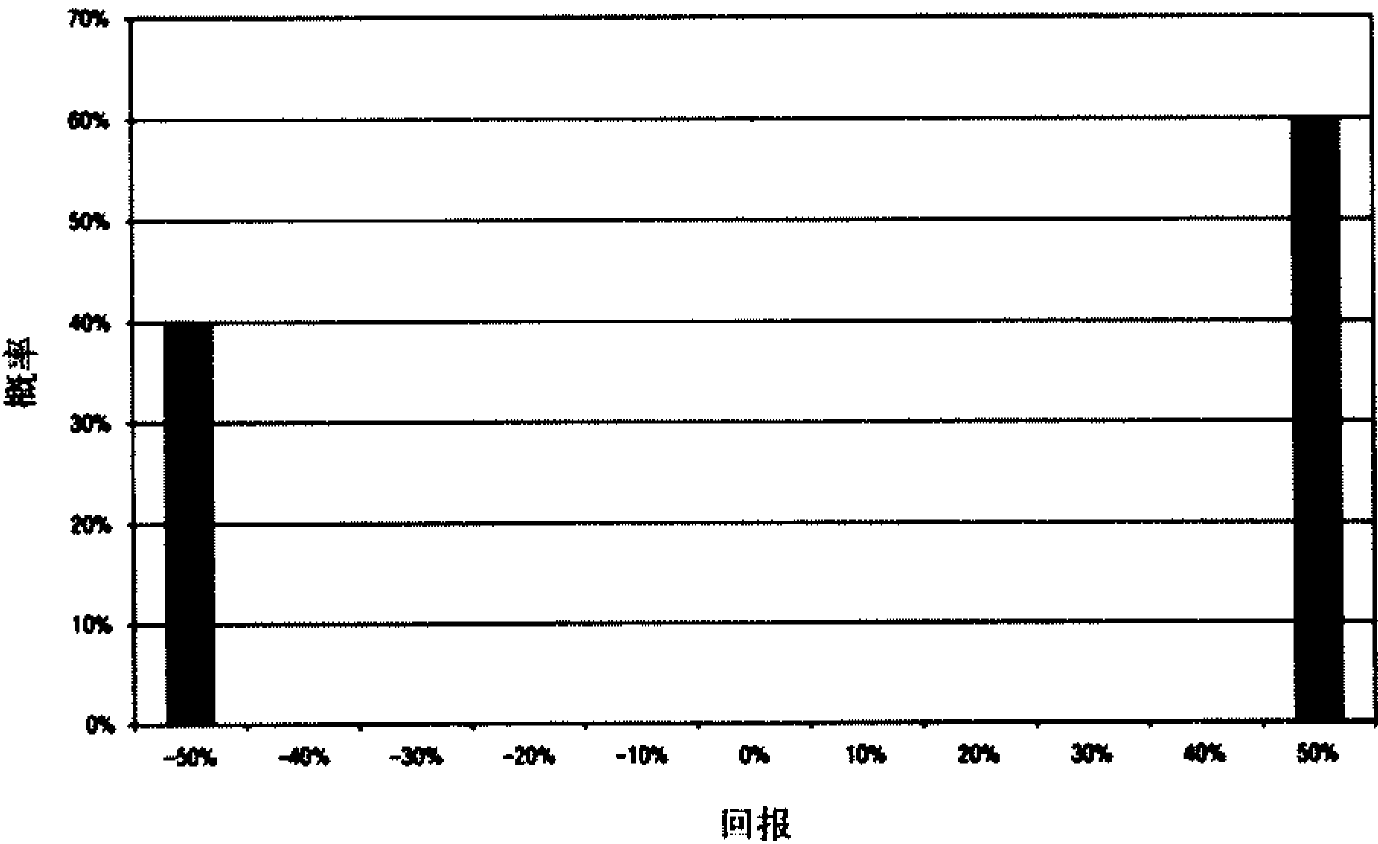


图 A-1

单次下注的盈亏分析

通常对基金经理的重要评价指标是夏普比率（也称为夏普指数）。夏普比率的计算公式就是，投资收益率减去无风险利率然后再除以投资收益的波动率。夏普比率也被称为“收益/波动”比率，它对评价经理人如何在控制每单位风险的前提下创造收益提供了可靠依据。夏普指数也为经理人之间的横向比较提供了依据。经理人通常会努力使夏普指数至少达到1.0，从而使得收益与风险达到平衡。夏普指数高于1.0的基金经理会吸引投资者的兴趣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与青睐，而夏普指数小于1.0的基金经理人则无法得到客户的肯定。

在豪赌游戏的例子中，在收益波动率大概为50%的时候，当无风险利率为5%时，夏普指数大约为0.1 [(10−5) /50=0.1]。同时，投资者当然会对收益为50%的好年景相当高兴，但他们绝不会容忍损失负50%的年份，于是继续持有该基金——直到真的达到年均10%的收益。总而言之，如果一个基金经理人以单一赌局的方式进行投资，他在短时间内可能会有好运；但时间长了，运气就靠不住了，而他最终将会被投资者淘汰出局。

经理人通过巩固一次赌博的成功而到这一点是十分困难的。经理人也可以通过在决策正确的下注中收益更高（高于50%），而在失误的下注中损失更少（低于50%）的方法来提高夏普比率；但长期而言，在一个成熟的市场中，做到这一点也同样是困难的。那么，基金经理怎样才能有效提高夏普比率呢？在基金经理技能水平相同的条件下，提高夏普指数的方式就是进行“投资分散化”。

多次博弈中的投资组合方法

假设基金经理依旧以年收益率10%作为经营目标，那么此时，比平均水平稍强的与以上技能相同的经理人可通过增加一年中下注的次数来提高夏普指数。关键在于，这些下注的筹码必须是各自独立的（比如互不相关）。如果经理人把参加赌博的次数仅仅从1提到5，那么每次下注的平均赔率则可从50%降低到10%，而此时年收益率还是可以达到对投资者10%的许诺。

在平均赔率是10%的情况下，基金经理在吉星高照的情况下，如果5次赌博都决策正确，可以达到年收益率50%，但此时年收益率达到50%的概率是8%($0.60^5 = 0.0776$)。同时，在特别倒霉的年份中损失50%本金的概率却只有1%($0.40^5 = 0.0102$)。显而易见的是，在多次下注的分散化投资组合中，损失50%资本的概率只有1%，大大优于在单一赌博中40%的概率。

在对五次下注做了情景分析之后，我们可以发现，收益曲线会呈现一个典型的正态分布，并向正收益的方向倾斜。而且，在大多数情况下，收益曲线恰好在对投资者承诺的收益率10%处产生聚类（参见图A-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

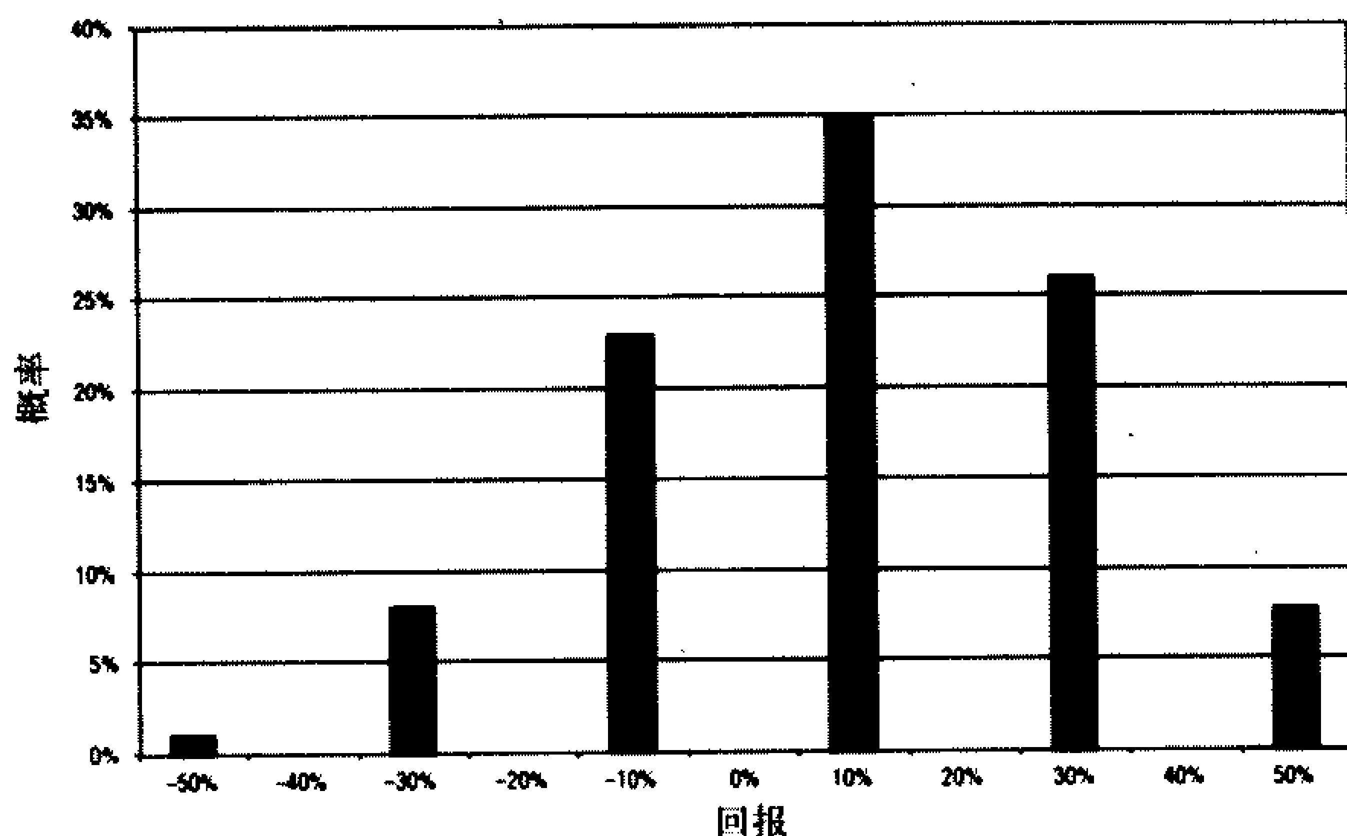


图 A-2

多次下注的盈亏分析

观察多次博弈的操作业绩，我们可以发现这种投资策略的波动性约为20%，产生的夏普比率约为0.25。虽然乍看起来这些数据并不是特别令人印象深刻，但与单一下注的业绩相比，只有0.1的夏普比率得到了显著的提高。而且，两种投资战略都提供了10%的年收益率，但多次下注的收益波动性要小得多，因此其夏普指数更高。总之，能够提供稳定收益的多次下注的分散化投资策略，将会吸引更多的投资者持续地持有基金。

如何得到出色的风险调整后的收益

以上分析表明，仅仅将下注次数从1提高到5，比平均水平略高的同一个基金经理就可以大幅提高收益的质量。类似地，如果抓住适当的机会每年都持续提高下注次数（但每次下注仍然互不相关），经理人就可以大幅提高投资的夏普指数，并有可能通过降低波动率而达到梦想中的1.0。

要实现这个过程的困难是，每次下注的投资回报不但必须要求比平均值要好，而且还要求是相互独立的。例如，一个对冲基金经理可能同时做多泰国和印度尼西亚的证券市场，并认为这两个市场是相对独立的。但事实上，这两个市场却可能是高度相关的。因此，这两个投资应该仍被认为是一个单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次的下注游戏——做多东南亚股票市场。要找到高质量的互不相关的不同市场并不容易，所以，是否具有寻找收益比平均水平高且互不相关的多个下注机会的能力，成了明星基金经理从众多普通经理人中脱颖而出的重要参考标准。因此，要想成为明星经理人，恰当的“投资分散化”概念应成为其操作策略的重中之重。

我们所说的“分散化”概念，已与传统的定义相去甚远。它代表的是多方面、多层次的分散，而在全球宏观的投资策略中，对分散的灵活控制是十分重要的。全球宏观基金经理可根据各种各样的产品、不同的地理区域和战略，在寻找市场无效率和投资机会的过程中自由地尽情发挥分散化投资组合策略。这里，我们将大体上解释一下为什么全球宏观投资策略是建立分散化投资组合的最佳策略。

资产类别和金融产品

对于一个全球宏观对冲基金经理来说，找到分散、独立的好赌局最简单的方法，莫过于在不同的资产类别以及相同资产类别中不同的金融产品之间交易。全球宏观经理人会时刻监察着利率、股票、现金、商品和地产，并关注每一资产类别中的一系列产品。不管是现金、实物商品、期货、衍生产品还是直接投资，关键是对资产种类的选择不要人为加以限制。比平均值好的下注机会在市场中十分稀少，并且由于一些基本面或技术面的原因，这样的投资机会在某些具体时段只出现在某些金融产品上，而不是其他所有金融产品上。因此，作为全球宏观基金经理，应该一直关注所有资产类别和所有金融产品的无效性，不要事先自我设限。全球宏观对冲基金的本质决定了资本可以投注在任何资产类别的任何金融产品上，从而使全球宏观基金经理可以最有效地利用市场任何一个可能的无效性。

地理因素

全球宏观对冲基金经理，也可通过对不同地理区域的投资进行分散化。如果将可投资的国家数翻倍，那么找到互不相关的投资机会的概率会呈几何级数增长，并大大增加。在国内、国与国之间、区域内和区域之间，收益互不相关的投资机会就会大量出现。这些投资机会和潜在的机会是如此之多，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以至于要持续地关注它们并准确地甄别出它们，这需要花费相当多的时间和精力。但这样广阔的范围选择，也为全球宏观对冲基金经理真正找到那些收益比平均水平高而又相互独立的投资机会提供了更大的可能性。

策略因素

许多对冲基金坚持某一种具有自身特色的投资策略。在资产管理领域，提高专业化和特色化也是多年来的发展方向，这使得投资人对基金经理的投资风格有更多了解的同时，也促使经理人通过差异化策略来吸引更多的客户资金。从既定的投资风格中随意转变，在业内被称为“风格漂移”，这在过去并不被市场所认可。但对于全球宏观对冲基金经理来说却恰恰相反，他们在不同投资类别中不断地灵活转移并乐此不疲。因为所有转移都是在全球宏观经济的大环境下进行的。全球宏观对冲基金经常雇用有不同投资风格和技巧的操盘手、分析师和团队，以得到相对独立的不同视角的观点。基本面分析、技术分析、相对价值、套汇、分析法、归纳法、量化分析和做多/做空，只是全球宏观对冲基金经理所面对的不同风格与策略中的几种技巧而已。对于首席投资官而言关键是，他要对所有这些不同的策略和技术有基本的了解，这样他才能够综合评估并整理归纳这些不同的操作建议，并将其转化为可投资的具体交易从而确定最终的投资组合。

结 束 语

总的来说，尽管“分散化”可能不是一个新颖的、吸引人的标题，但它绝对是行之有效的、能挣到钱的好办法。当然在某些时间内，总会有艺高胆大的对冲基金经理通过一个相对集中的投资组合获得了非常不错的投资收益。然而，从长期来看，想要持续地获得高收益的方法就只有进行分散化的精明投资。全球宏观投资策略的本质思想决定了它可以提供这样的分散化。因此，想要持续获得出色的风险调整后收益，采用全球宏观投资策略是一个可行之道。

李·托马斯（Lee R. Thomas III）博士是风险投资公司（Alpha Vision Capital）和基金公司（Vision Fund Group）的首席投资执行官，这两个公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是由安联全球投资集团（Allianz Global Investors）创立的全球宏观投资绝对收益产品的投资公司。在此之前，托马斯博士是太平洋投资管理公司（PIMCO）的总经理和首席全球战略师。在为PIMCO效力之前，托马斯博士也曾在尹威斯特公司（Investcorp）、汉鼎公司（Chase）、花旗银行（Citibank）和高盛公司（Goldman Sachs）任职。托马斯博士的经济学学士学位及博士学位，均是由杜兰大学（Tulane）授予的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录B

寄语投资者：一个关于全球宏观策略的注解

李·托马斯博士在附录A中借助于对一些数学模型的精彩描述，向我们展现了全球宏观投资策略现在已经更多地演变成融入全球微观投资风格的策略。虽然他尽可能地使这个演变过程听起来通俗易懂，但事实上，全球微观用于投资的方法要求找到多个好于平均水平而又相互独立的筹码，这在实际中是很难做到。在我与许多全球宏观基金经理的交谈中，一个反复被提到的无法回避的主题就是，现在市场上容易发现的好的投资机会正在减少，这是一个影响所有投资策略的发展趋势。

在当今这个全球化的相互联系的世界里，很难再发现完全互不相关的市场。同样，收益率曲线的平坦化和各个市场的波动性总是很低，这进一步减少了绝对收益的投资机会。但是，正如马尔科·德米特里也维奇在会访问中所说，稳定和低波动的时期可能只会是一个短暂现象。实际上，历史中长时间的稳定之后总是伴随着极度混乱的局面。因为在这个“安全”的时段里，许多金融机构或基金公司大胆地建造了很多具有杠杆效应的仓位，但是，一旦出现经济形势变化，就会出现因投资迅速转移或急速退出而带来严重的资金瓶颈问题。

当前，全球一些地区的很多重大经济失衡现象正在恶化，中央银行家、政客和其他政策制定者开始意识到事情可能正在变得十分危险且濒临失控。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房地产泡沫、贸易赤字和盈余跨国分布的严重不均衡，以及不稳定的全球货币体系，都与其他外部的不稳定因素（比如，恐怖主义和自然灾害）交织在一起，这使得全球经济与金融环境正变得异常脆弱。但是随着不确定性的发生，投资下注的机会也就来了。

历史上，在类似这样的稳定时期，全球宏观基金经理管理的可分配资金会减少。然而，这也通常被证明是全球宏观投资的最佳时期。当前对全球宏观基金管理人来说是个获利的理想时期。面对着一系列可能发生的严重问题，如经济的不平衡状况、房地产泡沫的破灭、股票最终向其历史均值水平的回复、美国赤字问题的恶化、现存的货币体系濒临瓦解，以及全球市场一体化进展缓慢等，新任的联邦储备主席本·伯南克（Ben Bernanke）将格林斯潘（Greenspan）抬出来作为此状况的责任人。这些状况正是全球宏观基金管理人梦想中的情景，他们能够敏锐地抓全球宏观形势变化的每一个细节，并快速地把资本配置到最有可能赚钱的地方去。

再次重申，我们很难准确定义全球宏观投资策略，因为它灵活的要素特性可使得基金经理在面临危机时能够更加针对具体形势而随机应变。然而，基金经理能够在市场发生扭曲时迅速地配置其资金以海赚一笔。这也是为什么全球宏观基金经理这个群体，应该算是所有的投资者和资产管理者中一个组成部分的原因之一。全球宏观基金的历史业绩表现一直很好，特别是在市场混乱的时期以及当其他投资策略和市场参与者都黔驴技穷的时候。同样，全球宏观对冲基金的策略对任何资产组合的补充起到的是对冲与分散风险的作用，可以进一步有效地降低风险。

基于它们的特殊性与灵活性，具体的宏观对冲基金可提供一个宽泛的回报率范围。例如，在2005年，全球宏观对冲基金收益率从−8%～57%之间不等，不同基金差异较大。因而，投资者在把钱投给不同的全球宏观对冲基金时，投资分散化就显得格外重要。

托马斯博士所说的在全球宏观和微观交易中要进行分散化的投资办法，大体上也是投资人把资金交给全球宏观对冲基金时应该采用的方法。一些有较多策略的宏观基金经理有足够的宽度和深度覆盖所有市场，而另一些经理人则有自己独特的操作技巧——利用不同的方法，专注投资于基于几个不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品、区域和时间结构构造的由互不相关的筹码构成的投资组合——带来一般无关联的结果。与此同时，投资者应该多关注于那些能证明他们有能力在中长期内创造更高投资回报率的基金经理，而少去担心一个基金经理在短期内的收益波动。在投资组合的思想框架下，投资者将资金分配到投资风格不太相关的不同全球宏观对冲基金中，可以显著地降低他们投资收益的总体波动性。

综上，全球宏观投资策略几乎可为任何一个组合提供赚钱机会。它对混乱市场形势的有效处理使得它在当今这个不确定的世界中特别具有吸引力。正如席拉-祖蒂在会面中所说的："这或许是一个辩证的矛盾——经济越是混乱越是衰退，我们的业绩表现反而越好越兴旺，宏观基金经理总是在世界经济滑坡时表现更好。从某种意义上说，这是一个伟大的投机。"

希望本书对全球宏观对冲基金经理访谈能够有助于你加深对全球宏观基金经理工作性质与工作内容的理解，从而使得你可做出更加见多识广、深思熟虑以及创造能赚更多财富的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

Adamson, Loch. "The Money Machine for Hard Times." *Worth*, October 2002.

Asgharian, M., F. Diz, G. Gregoriou, and F. Rouah. "The Global Macro Hedge Fund Çemetery." *Journal of Derivative Accounting*, 2004.

BBC News, "Hedge Fund Man for MPC," April 26, 1999.

Beams, Nick. "Russian Crisis Shakes Global Markets." *ICFI*, August 25, 1998.

Brown, Heidi, and John H. Christy. "Growing Pains." *Forbes*, June 11, 2001.

Burton, Katherine. "Paul Tudor Jones, Saying 'Adapt or Die,' Invests More." *Bloomberg Markets*, May 3, 2004.

Calabro, Seb, and Thomas Dobler. "Macro and Managed Futures: What Can They Add to Your Portfolio?" *Goldman Sachs Conference Call Series*, November 17, 2003.

Caldwell, Ted, and Tom Kirkpatrick. *A Primer on Hedge Funds*. Lookout Mountain, TN: Lookout Mountain Capital, Inc., 1995.

Cecchetti, S.G., H. Genberg, J. Lipsky, and S. Wadhwani. "Asset Prices and Central Bank Policy." *Geneva Reports on the World Economy*, Vol. 2. London, U.K.: International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, July 6, 2000.

Chancellor, Edward. "Hedge Funds Today: So Much Money, So Little Talent." *Wall Street Journal*, August 24, 2005.

CNNfn, "One More Soros Farewell," June 9, 2000.

Connor, Gregory, and Mason Woo. *An Introduction to Hedge Funds*. London: London School of Economics, 2003.

Cottier, Philipp. "The Origin of Hedge Funds." *Hedge Funds and Managed Futures* Bern: P. Haupt, 1997.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Coy, Peter, and Suzanne Woolley. "The Failed Wizards of Wall Street." *Business Week*, September 21, 1998.

Craig, Susanne. "Goldman to Lose Two Traders." *Wall Street Journal*, September 24, 2004.

Dennis, Richard. "The Slower Fool Theory." *New Perspectives Quarterly*, Fall 1987.

Desai, Pratima. "Average Hedge Fund Leverage Falls Since LTCM Era." *Reuters*, March 6, 2005.

Dunbar, Nicholas. *Inventing Money: The Story of Long-Term Capital Management and the Legends Behind It*. New York: John Wiley & Sons, 2001.

Dunn, John E. III. "The Hedge Fund Life Cycle Concept—Those Feisty Adolescents Still Run Fastest." *Eurekahedge*, October 5, 2005.

Eichengreen, Barry, and Donald Mathieson. "Hedge Funds: What Do We Really Know?" *International Monetary Fund*, September 1999.

Endlich, Lisa. *Goldman Sachs: The Culture of Success*. New York: Touchstone, 2000.

Fry, Eric J. "1994 Revisited." *The Rude Awakening*, March 24, 2005.

Gerwitz, Carl. "As Currency Crisis Looms Before Maastricht Summit: Traders Rush to Buy Marks." *International Herald Tribune*, November 23, 1991.

Ghaleb-Harter, Tanya. "The Case For Global Macro." *DB Absolute Return Strategies Research*, December 31, 2003.

Greenspan, Alan. "Private-sector refinancing of the large hedge fund, Long Term Capital Management." Testimony before Committee on Banking and Financial Services, U.S. House of Representatives, October 1, 1998.

Gross, Martin J. "Hedge Funds Today: Seven Myths." *Wall Street Journal*, July 7, 2005.

Grossman, Sanford J. "Hedge Funds Today: Talent Required." *Wall Street Journal*, September 29, 2005.

Hedge Fund Research, Inc., "HFR Q3 2005 Industry Report," October 20, 2005.

Hibbard, Justin. "Big Bucks From Bubble Fears." *Business Week*, November 8, 2004.

Hosking, Patrick. "News Analysis: History Shows Betting the Bank is a Sweet Delusion." *Financial News*, September 6, 2004.

Hsieh, David A. "Hedge Fund Risk Disclosure and Transparency." SEC Hedge Fund Roundtable, Duke University, May 14–15, 2003.

Huttman, Michael, and Mark Astley. "Why Macro Investing Is Back. . . ." *AIMA Newsletter*, June 2002.

Ineichen, Alexander M. *Absolute Returns*, 1st ed. New York: John Wiley & Sons, 2002.

Jereski, Laura. "Robertson's Tiger Hedge Funds Maul Rivals, Returning 63% Before Fees, Mainly Since June." *Wall Street Journal*, December 19, 1997.

Keegan, William. "Black Wednesday Gets a Whitewash." *The Observer*, February 13, 2005.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: First Harvest/Harcourt Inc., June 1965.

Kolman, Joe. "LTCM Speaks." *Derivative Strategy*, April 1999.

Koshauji, Atul. "Dr. Sushil Wadhwani Reveals His Secret of Success." *Jain Spirit*.

Lewis, Michael. "For Love of Money: Why Central Bankers and Speculators Need Each Other." *Foreign Affairs*, March/April 1995.

———. "How the Eggheads Cracked." *New York Times*, January 24, 1999.

———. *Liar's Poker*. London: Coronet, 1990.

Liu, Henry C. K. "Part 2: The European Experience." *Asia Times*, November 8, 2002.

Lowenstein, Roger. *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. New York: Random House Trade Paperbacks, October 9, 2001.

Martin, Mitchell. "Soros Shuffles Management as Big Funds Struggle." *International Herald Tribune*, April 29, 2000.

Max, Kevin, and Brett D. Fromson. "Multibillionaire Speculator Soros Exiting Risk Business." www.TheStreet.com, April 28, 2000.

Moggridge, Donald E. *Keynes*. London, UK: Fontana Modern Masters, 1976.

Morgan Stanley–U.S. and the Americas Investment Research. "In Praise of Hedge Fund Volatility." November 15, 2004.

Nicholas, Joseph G. *Investing in Hedge Funds*. Princeton: Bloomberg Press, 2005.

Nocera, Joseph. "The Quantitative, Data-Based, Risk-Massaging Road to Riches." *New York Times Magazine*, June 5, 2005.

O'Keefe, Brian. "It's the End of the World as We Know It, and He Feels Fine." *Fortune*, December 13, 2004.

Owen, James P. *The Prudent Investor's Guide to Hedge Funds: Profiting from Uncertainty and Volatility*. New York: John Wiley & Sons, 2000.

Ozzard, Janet. "The Money Man." *W*, September 1, 2000.

Pacelle, Mitchell. "Soros' Quantum Embraces Technology, Feels Squeeze." *Wall Street Journal*, Jan. 6, 2000.

Parikh, Chetan. "The Advent of Hedge Funds." *Capital Ideas*, November 17, 2004.

Paton, Maynard. "Beating the Bear Market." *The Motley Fool*, July 29, 2002.

Peltz, Lois. *The New Investment Superstars*. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.

Reier, Sharon. "Once Heroic, Now Humbled, Global Hedge Funds Seek Safer Turf." *International Herald Tribune*, December 2, 2000.

Richards, Patsy. "Inflation: The Value of the Pound 1750–2001." *House of Commons Library Research Paper* 02/44, July 11, 2002.

Rosenblum, Irwin. *Up, Down, Up, Down, Up*. Philadelphia: Xlibris Corporation, October 2003.

Säfvenblad, Patrik. "Global Macro and Managed Futures Strategies." *RPM*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Risk and Portfolio Management AB, October 1, 2003.

Samuelson, Robert J. "The Risk Manager." *Washington Post*, September 3, 2005.

Savitz, Eric J. "GameTheory." *Barron's*, March 1, 2004.

Skidelsky, Robert. "Commanding Heights," interview by, PBS, July 18, 2000.

Skidelsky, Robert. *John Maynard Keynes: Hopes Betrayed 1883–1920*. New York: Penguin Books, January 1994.

———. *John Maynard Keynes: Fighting for Freedom, 1937–1946*. New York: Penguin, 2003.

Soros, George. *The Alchemy of Finance: Reading the Mind of the Market*. New York: John Wiley & Sons, April, 1994.

———. *Letter to shareholders from George Soros, April 28, 2000.*

Strachman, Daniel A. *Julian Robertson: A Tiger in the Land of Bulls and Bears*. New York: John Wiley & Sons, August 20, 2004.

Sunday Business, London, England. "Soros Old Boys Ride Again." October 1, 2000.

Train, John. *Money Masters of Our Time*. New York: HarperCollins, 2003.

Vickers, Marcia, Debra Sparks, and Heather Timmons. "Hedge Funds Are Hot Again." *BusinessWeek*, February 26, 2001.

Wright, Ben. "Betting on the Bank." *The Business*, September 26, 2004.

Woodward, Bob. *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*. New York: Simon & Schuster, 2000.

Zuckerman, Gregory. "Wall Street Avoiding Risk? Ha! Bets Are Getting Bigger." *Wall Street Journal*, March 12, 2003.

Zuckerman, Gregory, and Susanne Craig. "To Weather Rocky Period, Goldman Makes Riskier Bets—Investors Worry as Traders Make Brash Bets Using Firm's Own Cash." *Wall Street Journal*, December 17, 2002.

黄金屋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者后记

在中国经济迅猛增长、人民币升值以及国际收支双顺差的背景下，中国股市于2005年底开始了一轮大牛市。在产生无数个“暴富神话”的同时，中国股市也给全体国民上了一堂生动的投资教育课，彻底改变了中国人的传统理财理念。股市的红火与健康发展，与以基金为主体的机构投资者的培育和发展是分不开的，与广大基民踊跃参与是分不开的。截至2007年中期，国内基金管理公司已经发展至59家，发行基金种类多达341只，合计管理资产超过2万亿元，基金持有人总户数接近5 000万户。

在基金规模急速扩张与股市超速发展的新形势下，一系列值得思考的新问题产生了。基金投资下一桶金在哪里，如何在广阔的视野里展开资金布局？怎样成长为一名顶级的明星基金经理人，什么样的素质是优秀基金经理所必备的？基金管理的资金规模过大过多，会给自身及市场带来何种风险？中央银行以及证券行业的监管者，应该如何处理与资本市场相关的宏观性冲击？本书通过与13位顶级全球宏观基金经理人的访谈，以其丰富的人生经历与卓越的交易技巧，对以上问题在全球宏观投资的大背景下，为读者的思考提供了独特视角与宝贵的经验。

随着经济全球化浪潮的进一步加剧、银行与基金QDII产品的逐步发行，以及国内投资港股直通车的开闸，国内基金经理人将不得不在更宏观的经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

背景下与更繁多的资产种类中来布局投资组合。将会有更多能人志士加入到基金从业队伍中来，这对中央银行与证券监管部门的监管水平提出了更高的挑战与要求。在这样的形势下，无论是对当前的基金经理，或是对理财投资感兴趣的门外汉，还是对监管部门的监管者，我相信细读本书，对他们都将大有裨益。

本书由马杰、石晓军翻译，感谢张长斌、舒芳、赵秋迪等同学帮助翻译了大部分初稿，全书最后由马杰校对、统稿。感谢机械工业出版社给我们提供这样一个了解国外基金业发展前沿与智慧思想库的机会。

由于时间较紧，译者水平有限，不足之处，欢迎读者朋友们来信(majie_buaa08@126.com)指正与商榷。

马 杰

2007年9月于北京航空航天大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个局外人都喜欢谈论对冲基金，但真正执掌对冲基金的人却对此讳莫如深。在本书出版之前，这是一个外人难以接近的神秘世界；在本书出版之后，人们得以从独特的视角洞悉这个世界。它的内容相当引人入胜、发人深省。往后，历史学家一定会感谢作者为我们记录了一场悄然进行的金融革命及其背后的思想。

——尼尔·弗格森

哈佛大学历史学教授，著有《巨人：美利坚帝国的兴衰》

从对成功运用全球宏观投资策略的对冲基金管理人的访谈中，我们可以总结出他们共同的思维方式：他们考虑的市场因素十分宽泛，他们对历史事件的时间和地点异常敏锐，或许最重要的是，他们以归纳法而非演绎法，将广泛的不同因素联系起来。

——罗伯特·席勒

耶鲁大学教授，著有《非理性繁荣》

卓布尼的这本书将会成为全球宏观投资策略的圣经，在此之前，那些顶级投资人的思想就如同拜占庭帝国一样神秘而遥远。本书不仅描述了他们的远见卓识，也描述了他们的特异秉性。本书解释了他们何以能够从纽约、伦敦的一间间斗室中赚取难以计数的巨额财富。这是一本关于全球市场上最珍稀“物种”的奇书——这个物种能够一直赚、赚、赚，哪怕是在艰难的行情下。

——加文·戴维斯

支点资产管理公司董事长，高盛前首席经济学家

本书是了解全球宏观对冲基金管理者思想的绝好途径，有这样的书问世真值得欣慰！我会让我的学生认真学习此书。

——纳西姆·塔勒布

著有《随机致富的傻瓜》

作者通过对经理们一系列精彩的访谈，展现了投资思想的广度。

——《金融时报》

本书来得正是时候，它不仅关注了全球宏观基金背后的精英，而且揭示出对冲基金经理思考的复杂性。

——《福布斯》

对极其神秘的对冲基金管理者的深入思考，给人丰富的启迪。

——《纽约时报》

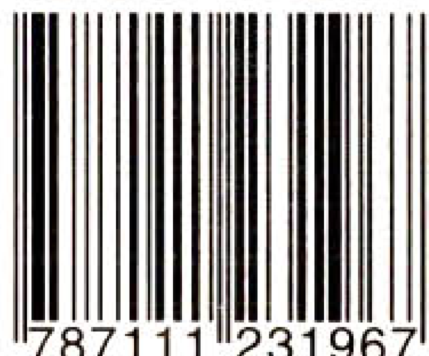


www.wiley.com





上架指导：基金/投资



投稿热线：
(010) 88379007
购书热线：
(010) 68995259, 68995261
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com

ISBN 978-7-111-23196-7
定价：48.00元